

R・G・ホートリーの貨幣的経済論（一）

吉沢 法生

はじめに

今世紀における代表的な貨幣的景気論者の一人として、ラルフ・ジョージ・ホートリー (Ralph George Hawtrey 一八七八年～一九七五年) の名は広く知られている。筆者はその経済学について、すでに若干の検討を行ったことがある⁽¹⁾。相異なる視角から、それらにおいても不十分な形では触れられているホートリーのいわゆる貨幣的景気論ないし貨幣的経済論について究明することが小稿、及び次稿以降の課題である。そのような課題を追求することはまた、両大戦間期におけるいわゆる自由銀行学派と中央銀行学派との論争を検討する意義をも持つことになる。R・G・ホートリーは同時期の代表的な中央銀行論者と見なされているからである⁽²⁾。われわれはまず、小稿において、先学のホートリー研究の成果を位置づけることから始めなければならない。以下に示される通り、ホートリー理論の核心を巡って顕著な見解の差異が見られるからであり、われわれ自身の検討も、それらを踏ま

えた上で為される必要がある。

- (1) 拙稿「ホートリー金為替本位制論の学史的意義について」、『経済学研究』(九州大学)第四一卷第一号、一九七五年十二月、同「ホートリーの中立貨幣政策——IMF体制前期のポンド問題をめぐって」、『商経論叢』(神奈川大学)第十二卷第四号、一九七七年二月、上記二篇は、拙著『イギリス再建金本位制の研究』新評論、一九八六年四月の第一、二章として収録、拙稿「国債管理と信用統制——ケインズとホートリー——」、『商経論叢』第十六卷第三号、一九八一年二月。
- (2) 同時期の自由銀行論については、「戦間期イギリスの自由銀行論について」前掲拙著第六章、参照。

第一節 G・ハーバラーの見解

G・ハーバラーの主著とされる『景気変動論』⁽¹⁾は、当該分野の古典として我国においてもよく知られている。この書物の第一部「景気循環理論の体系的分析」の第一章「序論」に続く第二章「純粹貨幣説」においてホートリーの所説が検討されている。「景気循環の純粹に貨幣的な説明を、最も十分かつ非妥協的に述べたのはR・G・ホートリー氏である。」⁽²⁾として、純粹貨幣説としてはホートリー説のみが取り上げられている。

ハーバラーは、ホートリー説の一般的特徴を次の二点において把握している。第一に景気循環はホートリーによれば「純粹に貨幣的現象」であり、消費者支出が重視される。その理由は、循環の唯一かつ十分な原因として、消費者支出 (consumers' outlay) によって決定される貨幣の流れ (the flow of money) の変化が考えられているからである。ここで消費者支出とは、消費者の消費財に対する支出と、消費者の所得の中で、貯蓄されて新投資財に向けられる支出との双方を含んでいる。「貨幣の流れ」は、具体的には貨幣で表示された商品に対する需要である。その増大(減少)は、取引の活発化(沈滞)、生産の増大(減少)、物価の上昇(下落)をもたらず。しかし貨幣的要因による説明は、非貨幣的要因の影響力を否定しない。第一次産業における收穫量の變動や第二次産業の一

分野における過大投資などが、「部分的」不況を惹起する可能性がある。更に天災や戦争などが「全般的」な不況を生み出す可能性すらある。だが非貨幣的な要因が景氣循環という意味での「全般的」な不況をひきおこしうるのは、それが消費者支出、すなわち貨幣の流れの縮小をもたらす場合のみである、というのが純粹貨幣要因説の立場である。

ハーバラーによって把握されたホートリー説の第二の一般的特徴は、「貨幣と信用の不安定性」であつた。「ホートリーによれば、景氣循環は徹底的なインフレーションまたはデフレーションの、小規模な模写に過ぎない。不況は流通手段の收縮に起因する消費者支出の減少によって誘発され、貨幣の流通速度の下落によって激化される。他方、景氣循環の好況局面はインフレーション的な過程によって支配される。／もし貨幣の流れを安定させることが出来るならば、經濟活動の変動は消滅するであろう。しかし我々の現代の貨幣と信用の制度は本来的に不安定なものであるから、貨幣の流れを安定化させることは、およそ容易な仕事ではない。いずれの方向であれ、均衡からの小さな乖離も拡大される傾向がある⁽³⁾」。

この貨幣・信用の不安定性に関するホートリーの見解は、貨幣的景氣論者としての特徴を示すばかりではなく、望ましい銀行制度の在り方としての自由銀行制度に反対する中央銀行論者としての特質を極めて明瞭に示している。貨幣・信用組織が本来的に不安定であつて自己規制的なものでないならば、それを外部から規制する中央銀行ないし通貨当局の存在が必要不可欠なものとなる。ハーバラー自身にはそのような銀行制度論争との関連からホートリーの所説を位置づけるという問題関心は欠如しているが、次のように述べることによって、そのような側面から見た場合のホートリー説の特徴を事実上把握している。「ホートリー氏は現代の世界においては銀行信用が主要な支払手段であるという假定から出発する。流通手段は主として銀行信用から成っており、法貨は

補助的なものに過ぎない。信用を創造し、その量を規制するものは銀行制度なのである。その規制手段は、割引利子率と公開市場における証券の売買である。勿論、信用を拡大する力は個々の銀行に帰属するのではなくて、全体としての銀行制度に帰属する。単独の銀行は独力で信用を大きく拡大させることは出来ない。しかし全体としての銀行制度は、信用拡大の方向に制度全体を着実に動かすことが可能であり、またそうなる傾向が存在している。もし一つの銀行または一群の銀行が信用を拡大するならば、他の諸銀行は自分達の準備金が増強されたことを知り、彼らも又信用を拡大するように誘われ、時には殆ど強制されることになるであろう。このようにして単独の銀行または一群の銀行は、銀行制度全体を自身と同じ方向に動かすことができる。⁽⁴⁾

右の引用文が示していることは信用創造に関する周知の命題であるとハーバラーは言っている。⁽⁵⁾ ホートリーの言う「信用の本来的不安定性」が、信用創造説に立脚して具体的な内容を与えられている。ただしここで述べられている内容によって何故ホートリーが中央銀行学派の論者とされることになるのかについては、更に確認しておかねばならないことがある。自由銀行学派といえども信用創造の事態を認めないわけではないからである。最近の我が国の文献に次のような文章が見られる。「いかなる個別銀行も銀行全体の拡張ペースを越える貸付の拡大を行なうことは不可能である。なぜなら、個別銀行の貸付の拡大に対して銀行間決済尻の逆調↓銀行の準備金の減少が、個別銀行のバランスシートの膨張傾向を抑制するからである。」「個々の銀行が単独で信用拡大する場合には、銀行間決済尻の逆調（または資金調達コストの上昇）という市場メカニズムを通じて銀行のバランスシートの膨張を抑制する力が働いた。しかし、すべてのあるいは大部分の銀行が、同じペースで信用拡大するときには、銀行間決済尻の逆調を通じて、過度の信用拡張を自律的にチェックするメカニズムが必ず作用するとは言えない。銀行の信用膨張を規制し、信用拡張の平均増加率を外部から強制的に規制することがこの場合必要となる。

中央銀行がこの役割を担わなければならないのである。⁽⁶⁾これらの文章は、中央銀行制度の必然性を認める立場から書かれている。⁽⁷⁾内容上、議論は二段階に構成されており、前段では個々の銀行が単独で行う信用拡大に対しては抑制メカニズムが機能すること、後段では銀行制度全体が足並みも揃えて信用拡大する場合には、そのようなメカニズムが機能しないことが論じられている。後段の論理から中央銀行の必要性が導出されている。

このようにしてハーバラーの信用創造論も藤本論文の場合も等しく中央銀行学派の論拠を示しているようではあるが、両者の議論の間には重要な差異があると考えられる。それは、それぞれの議論において想定されている銀行の行動様式のことである。藤本論文が単独の銀行は信用の拡大を継続出来ないと言っているのに対して、ハーバラーの場合も「単独の銀行は独力で信用を大きく拡大させることは出来ない」と述べていた。しかし両者の意味するところは大きく異なっている。藤本論文の場合、信用を拡大する単独の銀行は銀行間決済尻の逆調に直面するようになって信用を収縮せざるを得なくなり、結局銀行制度全体としての信用拡大は生じないのであるが、ハーバラーの場合には信用を拡大する銀行だけでなく、そのような銀行の行動によって準備金が増加した他の諸銀行も信用を拡大させることになって、銀行制度全体としての信用拡大が生まれることになっている。後者の場合、信用を拡大させようとする個々の銀行に、それを抑制しようとする力は働かない。この相違は、両者の議論の暗黙の前提となっている銀行の行動様式の差異から生じている。すなわち藤本論文においては、信用を拡大しようとする銀行と従来の与信態度を維持しようとする保守的銀行という二つの銀行のタイプが前提とされているために、信用拡張銀行は保守的銀行への準備金の移転によって制約を受けるのである。ハーバラーの場合には、そのような保守的行動をとる銀行のタイプは仮定されておらず、全ての銀行が信用拡張銀行に追随することになっている。「単独の銀行または一群の銀行」が、「銀行制度全体を自身と同じ方向に動かすことができる」所

以である。にもかかわらず両者の結論が最終的に類似してくるのは、藤本論文における後段の論理においては、ハーバラーと同様に全ての銀行が信用拡張銀行であると仮定し直されているからである。各行が「同じペース」での信用拡大というのも大切な点であるが、保守的銀行が消滅していることの方が基本的である。もともとこの藤本論文の二つの異なる前提に立つ議論の方法は、自由銀行学派の伝統的な論法であった。信用拡張銀行と保守的銀行との混在を条件とするいわゆるノート・クリアリング・システムによる信用量の安定を主張する自由銀行学派も、全ての銀行が足並を揃えて信用拡張する場合には、全体としての信用拡大が生ずることを認めていた⁽⁸⁾。したがって自由銀行学派の論理を用いて、同派が例外的とした事態を重視して中央銀行の必然性を論じることとも可能であるが、ハーバラーの場合には顕在的ないし潜在的な信用拡張銀行のみが仮定され、また其の拡大ベース⁽⁹⁾というような条件を付けず、ホートリーの「信用の本来的不安定性 (the inherent instability of credit)」を、純粹に中央銀行学派の理論を用いて説明していると言えるであろう。

ホートリー説の二つの一般的特徴を確認したハーバラーは、次に景気循環の各局面の検討に入る。

(一) 景気上昇

「景気循環の上昇は、信用の拡大によってもたらされ、信用の拡大が続く限り、或いは少なくともそれが信用収縮によって取って代わられない限り、継続する⁽⁹⁾。」この信用の拡大をもたすのは、割引利率の引き下げ、担保基準の緩和、貸出期間の限度の延長などの、銀行による顧客に対する貸付条件の緩和である。この場合ホートリー説に対してしばしば提起される反論は、たとえば銀行貸出利率の僅かな低下が全般的な景気の上昇をひき起

すのに十分であらうかというものであった。ホートリーはこの疑問点に、次のような特徴的な仕方では肯定的に解答している。一般的には事業家の全てが利子率の僅かな変化に対して感応的であるとは言えないかもしれない。しかし事業家の一階層である商人は自己の資金力に比較して大きな商品額を取引し、また彼の商業利潤は商品価格のうち僅かな割合を占めるに過ぎないから、利子率の僅少な変化も商人にとっては重要である。その意味で商人は戦略的地位に立っている。

このようにして十分な利子率の引下げは、商人に在庫水準の引上げを決意させる。生産者への商人の注文が増加し、生産額が増大する。それは消費者所得と、消費者支出すなわち商品一般に対する需要とを増大させる。その結果商人の在庫水準が減少し、生産者への追加注文が行われて、生産額や、消費者所得と消費者支出すなわち商品需要とが一段と大きくなる。それによって商人の在庫が一層枯渇させられ、景気上昇の悪循環が開始させられる。しかし「生産活動は無限に増大することはできない。累積的な過程が、次々に各種の産業をその生産力の限界に達させたとき、生産者達はより高い価格を付け始める⁽¹⁰⁾。」このようにして始まる物価の上昇は利潤を増加させ、商人は一層の利潤を得るために、在庫を増やそうとし、それに伴って銀行借入も増加させる。同様にして生産者も生産額を増大させる。すなわち物価の上昇は利子コストの減少と同じ意味を持ち始め、景気上昇の累積過程は物価の上昇によって加速される。

だが景気上昇の累積過程は他の要因によっても加速される。流通手段の拡大と共に生じる流通速度の上昇である。商人と生産者は、借入れを増加させて流通手段を増大させるだけでなく、自分達の貨幣の遊休残高 (idle balance) を使い尽す。この遊休残高は先行する不況期に蓄積され、それが大額であれば銀行信用に依存することなく消費者所得・支出の増大が可能である。「このように流通速度の不安定性の原理 (a principle of the instability

of velocity of circulation) が存在する。それは信用の不安定性の原理とは全く別物であるが、その効果を加重する強い傾向がある⁽¹¹⁾。」

銀行は貸付条件を緩和することによって、景気の上昇過程を起動する役割を果たす。だが一たん開始されたこの過程は右の様な自律的累積過程であり、その後は銀行の支持的介入を必要としない。次に銀行が果たす役割は、景気の加熱に伴う過度のインフレーションを防止するため、利子率を大幅に引き上げることである。物価の上昇期待が大きくなっている場合、目標達成に必要な利子率の上げ幅も大きくならざるをえない。

(二) 上位転換点

信用拡大が停止された時、繁栄は終わる。「もしも信用の引締めがおこらなかったとすれば、疑いもなく、物価の限らない上昇と金本位制の廃棄という犠牲を払って、景気循環の好況局面は無限に延長されることが可能である⁽¹²⁾。」しかし、たとえば金本位制の場合であれば金準備量の減少が法貨たる中央銀行券の供給量を制約することになる。金本位制でない場合でも、対外均衡を維持するなどの理由によって、法貨の供給量は制約される。このような制約によって信用を拡大している銀行はその収縮を迫られることになる。

ホートリーによれば、現金（法貨）は圧倒的に小額の小売取引の為に使用される。この目的の為に、単なる信用手段は便利であっても、安全性において法貨に劣るからである。したがって流通過程に入る現金の量は、主として労働者階級の所得・支出・保蔵の額によって規定される。景気の上昇によって経済規模が拡大すれば、銀行から現金が流出していくが、所得（賃金）水準の上昇に伴って公衆の手許現金が増大していくことを反映している。しかしこの場合、一般に賃金水準の上昇は、信用の拡大と物価・利潤の動きに遅れがちであるので、公衆の

手許現金の増加を反映した銀行からの現金流出は、相對的に緩慢な過程をたどる⁽¹³⁾。やがて中央銀行は、外国為替相場の安定を達成するために、商業銀行への受動的な無制限の法貨の供給をためらうようになる。これを受けて商業銀行も信用拡大方針の転換を迫られる。ところがこのような信用供給への圧力が生じて、上記の理由から賃金水準の上昇は続いており、労働者階級の手許現金はなお増大を続ける。中央銀行からの現金供給に依存することが出来なくなった商業銀行は、更にこのような現金流出に直面して、信用収縮措置をとらざるをえなくなる。これが不況開始の引金となる。

(三) 景気下降

景気の下程過程は、上昇過程と同じく累積的性質を示す。景気の上位転換は利子率の引上げに代表される銀行の信用収縮措置が契機となるが、一旦開始された下程過程は、たとえ利子率が平常の水準から見てもはや高率ではなくなったとしても、物価下落の要因に支えられて進行していく。すなわち物価が低落傾向にある時、商人はより一層の物価下落を予想する。商人はその在庫水準の引下げを図り、生産者への発注をとりやめるかその額を減少させる。それによって消費者所得・消費者支出が減少し、商品への需要が減退する。こうなれば商人の削減努力にもかかわらず商品の滞貨はかえって増大しよう。しかし一方では高騰した在庫保有費用の節約の為、銀行借入は更に削減されよう。事業者にとっては困難な景気下程過程の累積的な悪循環である。銀行が起動し、物価の動きがそれを加速していく点では、上昇過程の裏返しである。

(四) 景氣回復

第一次大戰前の古典的金本位制下における不況から好況局面への転換は、ホートリーによって次の様に把握されている。すなわち不況によって現金の銀行への還流が生じる。しかし信用の動きに対する上述の貸金（現金）の流れの遅れから、銀行への現金の流入は、信用の収縮に遅れがちである。従って準備金が一定の水準に達して、もはや銀行が信用収縮の必要を感じなくなっても、依然として現金の流入が続く。銀行には過剰の準備金が蓄積されることになる。このことが後に、銀行による信用拡張の行過ぎを誘発し、新たな循環の開始を用意することになる。

ところで銀行に現金が還流し、それに支えられて実現する利子率の低下は、どのような場合にも景氣の回復に有効なであろうか。右のような形で利子率が低下している時には、物価が下落して景況に対する悲觀が支配的となり、非常に低い利子率も企業家の銀行借入を刺激しないかもしれない。しかしホートリーによれば、銀行借入を喜んで増加させようという人々が殆どいつでも存在するのであって、利子率の操作は有効である。しかし不況が異常に深刻であって、人々の悲觀が利子率の低下を上回る場合には、中央銀行は割引利子率操作の他に公開市場における証券の売買操作を行うことになる。その買操作が行われると、新しく投入される貨幣はまず銀行への負債の返済に充当されるであろう。それによって銀行には貸付の減少と手許現金の増加という資産構成の変化が生じる。やがて新たに供給される貨幣は銀行外の流通面において機能するようになり消費者所得と消費者支出とが増加して、自律的に強化される經濟活動規模の拡大過程が始まることになる。ここでのホートリーの見解の特色はこのような二つの銀行政策によって景氣の回復が可能とされており、ケインズ的な財政支出への依存が見られない点である。その意味では今日のマネタリズムの立場に近い。ハーバラーはこの特色を、ホートリーが利子率の変化を固定資本投資にではなく、商人の運転資本の調達に関連させた点から生じたものと見ている。その

関連の中に金融政策の有効性の根拠が確信されているからである。

しかしホートリーは他方で、既にその処女作『好況と不況』（一九一三年）において、物価の低落が余りに急速であるため、極めて低い利子率も銀行からの借入需要を刺激し得ないという事態、すなわち信用の行詰り（a credit deadlock）の可能性を指摘していた。更に一九三〇年代の沈滞を経験して、物価下落の予想が、現実の長期的な物価下落の経験から生じていると理解した。従って高進したインフレーションの崩落過程から生じるとする自身の景気循環論的説明の普遍的妥当性に疑問を投じている。勿論ホートリーはこれらの事態を例外的なものと考えているのであるが。伝統的な金融政策の有効性を主張し続けるホートリーに対して批判的見解も多いので、ハーバラーはホートリーの右のような認識を重視している。

既に上位転換点の説明で触れた通り、貨幣従ってまたそれを準備として拡大される信用の量に限りが無ければ、インフレーションの高進と金本位制の廃棄を伴うものの、拡大過程はいつまでも続くというのがホートリーの考えであった。しかし実際には金本位制ないしそれに代わる信用量に対する人為的な規制が存在しており、景気の上昇はその途上で転換を余儀なくされる。ところでこのような規制の存在が、それ自体として上記のような景気循環の周期性ないしリズムを説明できるわけではなかった。たとえば金本位制の下において信用量が準備金量によって制約されている場合でも、信用量の増減が、現金に対する需要（この現金には金属鑄貨の他、法貨である中央銀行券も含まれるが、商業銀行の場合にはこれらの現金量がその信用創造に対する金本位の制約を表わしている）、すなわち所得流通において需要される現金量を同等の比率で増減させるならば、インフレーションも過度の収縮も起こらないだろうとホートリーは考える。信用量の拡大に応じて流通現金量（公衆の現金保有高）がすみやかに増大す

れば、銀行の準備金が直ちに減少して銀行信用の収縮が図られることになる。逆に信用量の収縮が流通現金量の同率の減少を惹起して銀行の準備金を豊富化させれば、すみやかに信用拡大の措置が図られることになる。このようにして信用量、公衆の現金保有高、銀行の準備金量の間のすみやかな反応を前提すればこれらは傾向的に一定の水準（銀行の経営政策によって左右されよう）を維持することになる筈である。景気変動が循環的に生起することはない。それが生じるのは、前述のように信用量の動きと公衆の現金保有高の動きとの間にズレがあるからである。前者に対する後者の反応の緩慢さが、銀行の準備率の動きを介して景気変動の「循環性」を生み出していくとホートリーは考えた。従って循環の「期間」は、拡大期については現金の流通への吸収、収縮期についてはその流通からの回収のスピードによって決定される。

しかしながら右のような規則的循環性は最も典型的には金本位制の下であられる。信用量に対する準備金量の拘束と、両者の運動のズレとが、この制度の下で最も典型的に現象するからである。従って金本位制の崩壊後は、経済変動過程における右のような規則性と周期性は消滅する。管理通貨制度の下でも、信用の本来的不安定性は変わらず、通貨当局の介入が拡大や収縮を助長するため好況期と不況期とは存在するが、変動の規則性は失われてしまった。しかしハーバラーは、このような周期性は決してホートリー理論にとって不可欠なものではなく、「逆に彼は自己の理論が確定的な期間と規則性を持った運動だけを仮定するものではない、と主張する資格がある。」と評している⁽¹⁴⁾。

続いてハーバラーは、純粹貨幣説をF・A・ハイエク等の貨幣的過剰投資説と比較して、他説に対してホートリー説が持つ特徴を示している。利子率と在庫投資との関連を重視するホートリーと違って、貨幣的過剰投資説は貨幣的要因と固定資本投資との関連を重視している。ハーバラーによれば問題は、消費財産よりも資本財産

業の方が、循環的変動が大であるという事実をホートリーの理論が説明することが出来るかどうかにあった。「……資本財産業は、經常消費のために生産を行う産業よりも景気循環の影響をずっと強く受けるという周知の事実……。生産財の生産額は、非耐久消費財の生産額よりも景気循環の上昇期にはずっと大きく増額し、下向期にはずっと大きく削減される。住宅や自動車のような耐久消費財は、資本財のそれに近い特殊な立場にある⁽¹⁵⁾」彼は、この問題に対するホートリーの解答は次のようなものであると考えた。すなわち好況期には利潤が増加する。利潤は、内部留保として企業に蓄積されるか、株主に配当として分配されることによって、貯蓄の主要な源泉となっている。従って利潤の増加は、貯蓄と、その中から支払われる資本支出を増大させることになり、資本財産業の規模を拡大させる。「従って資本財産業(instrumental industries)の不釣合な変動は、消費者所得と消費者支出の変化の結果であり、(多くの論者が信じているように)信用拡大が直接、或いは長期利子率の変化を通して間接に固定資本投資に対して持つかもしれない影響を受けて生じるのではない。信用拡張が固定資本投資に対してある効果を及ぼすことをホートリー氏が全く否定しているのではない。しかし彼はそのことを、商人と運転資本に対する信用拡張の直接的な影響と比べれば重要なものではないと考えるのである⁽¹⁶⁾」後述する他の論者によるホートリーの理解との関連で繰り返し確認しておけば、ホートリーの場合、以下の経路によって信用拡大が固定資本投資を増大させるとするのがハーバラーの理解であると思われる。すなわち信用拡大↓商人の在庫投資増加・生産者への発注増加↓活況(賃金・利潤の増加)↓消費者所得増加(A 最終消費額増加(増加率は固定資本投資の場合より小さい)、B 利潤増加↓株主への配当増額・企業の内部留保増加↓それらを源泉とする貯蓄増加↓資本支出(固定資本投資)増加(増加率は最終消費の場合より大きい)。

ところで既に記した金本位制下の循環過程において中央銀行は景気の上昇開始、及び上位転換の際に、重要な

役割を果していた。もし中央銀行が積極的に景気循環を除去しようとすればどのような政策が必要とされるだろうか。中央銀行が基準とすべきであるのは、準備率ではなく、商品に対する需要―貨幣の流れということになる。すなわち新投資に対する支出を含む消費者支出を一定に保つことが金融政策の目標となる。しかしこの場合、「目標は、商品の価格水準ではなくて生産諸要素の価格水準を安定させるべきことである。」⁽¹⁷⁾すなわち人口増加や資本量の増加といった生産諸要素の変化が生じる場合、賃金水準や利子率の低下といった事態が予想されるが、そのような際に商品価格の下落を抑制してその安定を図ることは商品価格を構成する生産要素間の従来のバランスを崩すことになる。そこでホートリーは政策目標として各生産要素の価格水準の安定を主張する。それは結果的に商品価格水準の安定を実現することにもなるが、商品価格の安定自身は必ずしも各生産要素の価格の安定を意味しない。⁽¹⁸⁾

以上、多少の補筆を行いながら、ハーバラーによって把握されたホートリーの理論体系の大枠を述べてきた。結語としてハーバラーは、ホートリー説の最も興味深い特色は「拡大・収縮過程の累積的性質の論証と分析」⁽¹⁹⁾にあると指摘している。同時に、好況の転換が生じるのは常に貨幣的制約によるものであり、もしも貨幣の供給が枯渇しないならば繁栄は長く続き不況を免れることができるであろうというホートリーの主張には、大方の経済学者が反論するであろうと指摘している。

ハーバラーが右に示したホートリー説に対して大方の経済学者が反論するであろうという論点の具体的な内容は、たとえば過剰投資説の主張を確認することによって与えられよう。ハーバラーはその著書の第三章で過剰投資説を扱った際にそのような比較を試みている。既述の通り、ホートリー説によれば消費財産業よりも資本財産業の循環運動の方が激しいという事実は、単に消費者所得と消費者支出の変動の結果として生ずる（その場合、最

終消費支出の変動率よりも固定資本投資の変動率の方が大きいことが条件となる)のであり、そのような事実それ自体が經濟社会に不安定性をもたらす景氣循環の原因とは見なされていない。しかし過剰投資論(この中にも数種の考え方があり、F・A・ハイエク等によって代表される過剰投資論の場合にはホートリーと同様に「貨幣的」という語句が冠されるのが普通であるが、貨幣の果す役割には顕著な相違が見られる)によれば、景氣上昇過程における資本財産業の過度の發展という現象は「重大な不調整の徴候」⁽²⁰⁾を示すものである。すなわち「消費財の生産と比較して資本財の生産は、(安定した生産活動を続けるための)基礎的条件が恒久的に許容しうる以上に拡大される。従ってブームの崩壊をひきおこすのは、生産構造の实物的な不調整であって銀行準備の不十分性に帰せられる単なる貨幣の不足ではないのである。一旦ブームがその展開を許された後では、貨幣的措施によってブームの後退を際限なく延期させることは出来ないということになる。」⁽²¹⁾従って過剰投資説の場合には景氣循環の原因として投資の変動があげられ、貨幣的であれ非貨幣的であれ景氣循環を起動する諸要因は、主として固定資本投資に影響を与えるものということになる。ホートリー説のように「消費者所得の変動が投資の変動をひきおこすというよりも、むしろ投資の変動が消費者所得の変動をひきおこすのである。」⁽²²⁾

このようにしてホートリー説は景氣循環の諸論点(起動・上位転換・周期性等)を基本的には銀行家の行動を起点として説明する。固定設備投資の拡大も貨幣の流れの増大の結果であった。ハーバラーによって純粹貨幣説と呼ばれる所以である。⁽²³⁾

- (1) Gottfried Haberler, *Prosperity and Depression, A Theoretical Analysis of Cyclical Movements*, First edition, 1937. 宇治田富造訳『好況及び不況の理論』清和書店、一九三八年。その後増補改訂が続けられ、邦訳書もまた第三版について

ては桑原晋訳『景氣不景氣論』実業の日本社、一九四四年、第五版については松本達治ほか訳『景氣変動論、上・下』東洋経済新報社、一九六七年が公刊されている。今日でも景氣循環理論の代表的な学説史として同書が挙げられている。

吉川洋『マクロ経済学研究』東京大学出版会、一九八四年、二二六頁。

- (2) G. Haberler, op. cit., p. 15. 邦訳一四頁。引用は George Allen & Unwin Ltd. から公刊された一九五七年九月付の序文が付された版による。(それ以前の出版元は国際連盟と国際連合である。) 邦訳は一九六四年版に拠る松本達治氏他による訳本の該当頁を挙げておくが、ハーバラーによれば両版の差異は旧版における巻末の補論 I が新版においては削除されて新たに「まえがき」が追加された点にあるに過ぎない。しかし邦訳は必ずしも右の訳本に従っていない。以下同じ。

- (3) *ibid.*, pp. 16-17. 邦訳一六頁。

- (4) *ibid.*, p. 17. 邦訳一六頁。

- (5) 彼はその参考文献としてケインズの『貨幣論』を、その詳細な学説史として V. Wagner, *Geschichte der Kredittheorien*, Vienna, 1936, A. W. Marget, *The Theory of Prices: A Reexamination of the Central Problem of Monetary Theory*, Vol. I, New York, 1938 を挙げてゐる。

- (6) 藤本喜男「管理通貨と中央銀行」、『福岡大学商学論叢』第三四巻第四号、一九九〇年三月、八及び一四頁。

- (7) 「中央銀行が最終的決済手段を独占的に供給しうるかぎり、銀行システムを一体として行動させる強制力を保持しつづけるものと思われる。」同上、一四頁。

- (8) これらの点の詳細については、前掲拙著、第六章に於て具体的な数値例なども用いて説明している。また V. C. Smith, *The Rationale of Central Banking*, London, 1936. の第十一章、及び一七四頁以下、参照。

- (9) G. Haberler, op. cit., p. 17. 邦訳一六頁。

- (10) R. G. Hawtrey, *The Art of Central Banking*, new impression, Frank Cass & Co. Ltd. 1970, p. 167.

- (11) *ibid.*, p. 171.

- (12) R. G. Hawtrey, *Trade and Credit*, Longmans & Co., 1928, p. 98. 経済同政会訳『景氣と信用』、同文館、一九三二年、一三九頁。但し訳文は拙訳である。

- (13) 前掲拙著、一六頁の第一図、参照。

- (14) G. Haberler, op. cit., p. 25. 邦訳「三頁」。
- (15) *ibid.*, p. 29. 邦訳「七頁」。
- (16) *ibid.*, p. 26. 邦訳「四頁」。
- (17) *ibid.*, p. 27. 邦訳「四頁」。
- (18) ホートリーは、各国の通貨価値の比較に際しても商品価格よりはこのような生産要素の価格、とりわけ賃金水準を重視している。購買力平価説に対するいわゆるコスト・パリティ論の主張である。前掲拙著、第二章、四六頁以下、参照。
- (19) Haberler, op. cit., p. 27. 邦訳「二五頁」。
- (20) *ibid.*, p. 29. 邦訳「七頁」。
- (21) *ibid.*, p. 30. 邦訳「七頁」。
- (22) *ibid.*, p. 31. 邦訳「八頁」。
- (23) 「貯蓄・投資の時間的論理的序列に対する……見解の相違は、決してハイエクとケインズに限らず、信用学説史上における二大潮流たるいわゆる自然主義的信用理論と膨張主義的信用理論の対立にむすびついている。スミス、リカード、ミルの古典学派、……ハイエク等は前者に属し、ローを代表者とする重商主義者、および降って十九世紀後半となってマクラウド、二十世紀に入ってシュンペーター、ハーン、ホートリー、ケインズ等々は後者に属する。この二つの考え方は、生産資本の循環形式、貨幣資本の循環形式をそれぞれ孤立化して絶対視することから生まれてくる。」『川合一郎著作集・第一巻、初期著作集』、有斐閣、一九八二年、二二九頁。傍点は引用者。

第二節 B・サブラマニアン⁽¹⁾の見解

次にB・サブラマニアン⁽¹⁾のホートリー論を検討しよう。その題名に示されている通り、彼の仕事は、ハーバラーと同様、ホートリーのみに関心を集中させたものではない。しかしホートリーの取扱いがサブラマニアン⁽¹⁾の主要な主張点の一つとなっている。

彼が取扱っているのは次の様な特徴を持つ「貨幣的景気循環論」である。すなわち景気循環の主要な起動因を

貨幣的要因に求めている理論であり、また景気循環の主要な矯正策として財政政策ではなく貨幣政策を考えている理論である。貨幣政策が景気変動への対策として重視されていることは、今日の状況の中では明らかにサブラマニアンがケインズの立場からではなくむしろマネタリストの立場から貨幣的景気循環論の歴史をまとめようとしていることを示している。⁽²⁾このような特徴を持つ貨幣理論には従来から指摘されてきたように二つの種類があった。ホートリーの純粹貨幣的景気論とハイエク等の貨幣的過剰投資論とである。サブラマニアンの積極的な主張点の一つは、貨幣的過剰投資論の中に新しい副次的な分類基準を設けて、その内容を豊富化することであつた。⁽³⁾結果的に彼は、大分類では二つであるが、内容的には三つに貨幣的景気循環論を区分することになった。

I. 純粹貨幣的理論 (the purely monetary theory)

II. 貨幣的過剰投資論 (the monetary overinvestment theory)

a. 生産期間論 (the production period theory)

b. 流通信用論 (the circulation credit theory)

前節で論じたハーバラーの場合には、貨幣的過剰投資論は、生産期間論とほぼ同義であつた。これに対してサブラマニアンは流通信用論という新しいカテゴリーを設けることによって両者が完全には重なり合わない概念であることを示そうとしている。

I の純粹貨幣的景気論の主張の内容としては、次の様な点に基本的な特徴が認められている。

①景気循環の主要な起動因となるのは、貨幣又は信用量の過度の膨張である。

②経済的不均衡をもたらす要因として重視すべきなのは、貨幣的变化に対応する価格水準の変化であつて利子率の変化ではない。

③貨幣又は信用量の収縮が恐慌に先行する。

④景気循環の主要な矯正策は貨幣政策である。⁽⁴⁾

純粹貨幣的景気論者としてサブラマニアンは次の十名を取り上げて、彼らの所説をそれぞれ検討している。

ハーバラー流に考えれば純粹貨幣的理論というその呼称からして当然予想されるホートリーの名前が見当たらないことに注意が必要である。Lord Overstone (1796-1883), Robert Torrens (1780-1864), Robert Mushet (1782-1828), James William Gilbart (1794-1863), Henry C. Carey (1793-1879), Richard Hildreth (1807-1865), William M. Gouge (1796-1863), Condé Raguet (1784-1842), J. Laurence Laughlin (1850-1933), Lloyd W. Mints (1888-)⁽⁵⁾。

これに対してⅡの貨幣的過剰投資論というのは、経済的不均衡をもたらす上で利子率の果す役割に注目している。このうち利子率変動の影響を受けた生産期間の長期化又は短期化によって、経済的資源の配分ミスが生じることを認めるのがⅡ-aの生産期間論である。この考え方の基本的特徴は次の通りである。

①景気循環の主要な起動因は過度の信用膨張である。

②経済的不均衡をもたらす要因として利子率の変化に注目する。

③生産期間の長期化または短期化を強調する。

④信用収縮の後に恐慌が起こる。

⑤景気循環の主要な矯正策は貨幣政策である。⁽⁶⁾

サブラマニアンが生産期間論者として検討の対象としているのは、Knut Wicksell (1851-1926), Friedrich A. Hayek (1899-1992), Fritz Machlup (1902-1983) の三者であってホートリーの名前は登場しない。

しかしながら同じく利子率が経済を不均衡化させることを認めながら、そのような資源配分のミスを生産期間

の変化以外の要因によって説明しようとするのがⅡ—bの流通信用論である。それは次の様な特徴を持つとされている。

- ①景気循環の主要な起動因は過度の信用膨張である。
- ②経済的不均衡をもたらす要因として利子率の変化に注目する。
- ③利子率の変化に影響された生産財又は耐久消費財産業部門、或いは卸売商人の在庫投資の動き、これらに示される資源の配分ミスや経済の全面的な不調整を強調する。
- ④恐慌は信用収縮に続いて起こる。
- ⑤景気循環の主要な矯正策は貨幣政策である。⁽⁷⁾

ホートリーの名前はこの流通信用論者として登場する。彼以外には Lionel Robbins (1899-), Ludwig von Mises (1881-1973), Irving Fisher (1867-1947), Chester A. Phillips (1882-1976) がこの学派に属するとされている。

ところで「流通信用 (circulation credit, Zirkulationskredit)」とはどのような概念なのであろうか。サブラマニヤンは簡潔に「流通信用とは自発的貯蓄を超過する信用のことを言う⁽⁸⁾。」と規定している。彼によれば「流通信用」という概念は、ホートリーと共に流通信用論者として右に挙げられたルートヴィヒ・フォン・ミーゼスの所説に由来する。従ってミーゼスの考え方を簡単に検討して、この言葉の意味するところを確認しておこう。ミーゼスは『貨幣及び流通手段の理論』という著書の第三部「流通手段とその貨幣に対する関係」においてまず「銀行業務」を主題として取り上げ、その中で流通信用の説明を行っている。彼によれば銀行業には次の二つの活動部門がある。①他人の貨幣の貸与による信用の媒介、②流通手段すなわち貨幣によって準備されない銀行券の発行と当座勘定の設定による信用供与⁽⁹⁾。すなわち信用の媒介と創造である。ミーゼスは信用の媒介に偏った見方に対

して批判的であり、流通信用も信用創造との関わりで意義を持つことになるのであるが、そこに至るまでの関連をミーゼスは次のように展開する。まず交換過程には二つの取引形態がある。第一は現金取引 (cash transaction, Bargeschäft) であって、直接交換であれ間接交換であれ、両交換当事者による交換相手への交換財の給付が同時に行われる場合である。一方の当事者の交換財が現金であり反対給付される財と同時に交換される場合である。

第二の形態は信用取引 (credit transaction, Kreditgeschäft) であって、両交換当事者による交換相手への交換財の給付が時間的に分離する場合である。ミーゼスは、信用取引を現在財の将来財に対する交換であるとも規定している。このような信用取引には二つの型がある。第一には、一方の交換当事者がその交換財を時間的に先行して交換相手に給付する場合、それによって次の様な犠牲をこうむるような信用取引である。すなわち先行して給付 (譲渡) した財に対する処分権を、それと交換に得る財を受取るまで放棄するという犠牲である。換言すれば、交換によって得る財に対する処分権を、自己の交換財の給付と同時に獲得することを放棄するという犠牲である。この犠牲は他方の交換当事者にはそれに対応する利得をもたらす。すなわち、自分の方からの給付を遅延することが許される。換言すれば交換によって給付される財に対する支配力 (処分権) を、自分の方からの給付に先行して獲得することができる。両交換当事者における交換の契約から財の給付履行に至るまでの時間的差異は、両者の利害得失を示すものとして契約に際しての交換条件に反映される。ところで信用取引には、交換相手に先行して財を給付する者の犠牲が、その給付を受ける者の利得に対応しない場合があると、ミーゼスは言う。これが信用取引の第二の型である。第一の型と対比させたミーゼス自身の説明を聞くことにしよう。「第一の種類の信用取引においては貨幣もしくは、それを支配することが快楽を、それを欠くことが不快を呼び起こす物財が譲渡される。第二の集団の信用取引においては、信用を供与する者によって、ある貨幣額の所有が一時断念されるが、こ

の断念は、この場合実現されるある前提の下では、彼に幸福感の減少を課するものではない。要求次第支払われる請求権の発行によって貸付を供与する可能性が債権者に与えられるならば、信用供与は彼にとって経済的犠牲を伴わない。もし我々がたとえば銀行券発行等によって生ずる技術的費用を度外視すれば、彼はこの形式の信用をただで供与することができるであろう⁽¹⁰⁾。

このように説明したミーゼスは、続けて第一の型の信用取引の関係を「物的信用 (commodity credit, Sachkredit)」、そして第二の型の信用関係を「流通信用 (circulation credit, Zirkulationskredit)」と名付けたのである。金本位制下の発券銀行によって行われる貸付という信用取引について考えてみると、貸付が行われて金鑄貨が銀行から流出する場合には物的信用関係が取り結ばれたことになり、他方、貸付に伴って発券銀行が自己の発行する銀行券を窓口から払出す場合には流通信用の関係が成立していることになる。従って二つの信用取引の型を区分するミーゼスの眼目は金属貨幣と銀行信用通貨との区別に置かれていることになる⁽¹¹⁾。

ところで流通信用の供与者である発券銀行は、僅かな技術的費用を別とすれば、貸付に伴う銀行券の発行を何らの犠牲をこうむることなく行うことができた。銀行が供与するものが金鑄貨ではなく、銀行自身が創造可能なその代替物に過ぎなかったからである。前述の通り、この点に物的信用と流通信用の区別が存するのであるが、しかしこの場合、銀行の窓口を出た銀行券が速やかに兌換されることになれば、事実上、物的信用関係と同じになる。信用取引の二つの型は、このように優れて相互に転換可能な性格のものであるだろうか。ミーゼスはそのように考えてはおらず、流通信用関係の持続性を基礎づける一つの重要な要素を指摘している。すなわち「流通信用の請求権があらゆる点において貨幣に代って使用され得るという事情」である。「個人にとって貨幣請求権は実際に貨幣代用物であり、それは貨幣と同じく貨幣機能を果たし、それは彼にとり手許現金 (ready money) すなわ

ち現在貨幣であつて将来貨幣であるのではない。⁽¹²⁾」

このようにして銀行信用通貨の現金化が認められれば、物的信用に対する流通信用の独自の基盤が確立される。それと共に、銀行信用通貨の現金化がもたらす事態としてミーズスが重視するのは、一覽払の確実な貨幣債権（兌換銀行券）の発行者が、いつでも兌換可能な額を超過してこの貨幣代用物を発行できるようになるということである。現金化して貨幣との同一性を強めた銀行信用通貨は、兌換準備の必要性を著しく減少させた。⁽¹³⁾ 兌換準備金額を大幅に上回る銀行信用通貨の発行すなわち信用創造が、この銀行信用通貨の現金化に基づいて行われるようになるのである。ミーズスによれば、貨幣によって準備されていない銀行券の発行と、同じく貨幣によって準備されていない当座勘定の開設という銀行業務のみが貨幣と貨幣価値にとって重要なものであり、他のあらゆる信用業務は貨幣流通に何らの影響も及ぼさない。しかもこのような信用流通手段の創造は銀行（家）によってのみ可能であつた。信用創造を行うためには次のような前提が必要とされるからであつた。すなわち預金の受領と貸付の供与が余り小くない範囲で行われていること、銀行券の振出人は周知のそして信用出来る人物であること、多数の顧客を抱える単一銀行の下でか、或いは複数の銀行が結合して、振替取引が広範囲に行われていることである。⁽¹⁴⁾ このような前提の下で銀行券を発行し、当座勘定を開設する銀行は、自己資金と自己が支配可能な他人資金以上の貸付資金を持つことが出来る。

既に記したようにミーズスは、信用の媒介と信用の創造を銀行業の二つの活動部門として把握していた。貨幣流通への影響という点からとりわけ信用創造活動を重視するミーズスが、銀行を単なる信用の媒介機関と考える立場を強く批判しているのは当然である。⁽¹⁵⁾

ともあれ以上によって我々はミーズスの言う流通信用の概念をほぼ把握することが出来る。現金取引に対する

信用取引には二つの種類があるが、信用関係の一方の当事者を銀行として、銀行が他方の当事者に対して先に通貨を供給する（貸付ける）とした場合、使用される通貨が銀行信用通貨であるのが、流通信用の関係であった。更に銀行信用通貨の現金化を前提とすれば、貨幣を使用する物的信用と流通信用との相異が明瞭となる。それは銀行が創造可能な信用通貨なのである。銀行によって創造され得る現金化した信用通貨を用いて成立つ信用関係のことであり、先にサブラマニアンが規定した「自発的貯蓄を超過する信用」というのは、このようなミーゼスの考えを踏まえている。もっともサブラマニアンの規定は銀行による信用の「創造」という面のみが前面に出ており、それを可能にする諸条件についての基礎的な考察は見られない。

流通信用の語義については一応の理解が得られたが、貨幣的景気論の一翼を成す流通信用論（上記のⅡ―b）の特徴について明らかにしておかなければならないことがある。それは同様に貨幣的過剰投資論に属する生産期間論との区別の基準である。上述の様に両者の理論的特徴をサブラマニアンは、それぞれ五項目にまとめているが、相違しているのは、それぞれの第三項目だけである。問題は生産期間論が生産期間の長期化・短期化を強調するのに対して、流通信用論もまた生産財又は耐久消費財生産部門の不比例的な動きを強調している点である（ミーゼスとC・A・フィリップスの場合）。ホートリーとI・フィッシャーは生産期間論とは異なる問題視角に立っているが、右のように生産財部門の不比例的な動きを共通に重視する場合、生産期間論では生産財部門の拡大、生産の迂回化が生産期間の長期化と直結すると見られており、流通信用論では生産財生産部門の拡大が生産期間の長期化を必ず伴って進行するとは見られていない⁽¹⁶⁾。

流通信用論者のうち、ホートリーとI・フィッシャーの接近法は右とは異なる。このうちフィッシャーは、ハーバラーによって非貨幣的景気論者と見なされているが、貨幣利子率の働きを重視しているところから、サブ

ラマニアンは彼を流通信用論者としたのである。⁽¹⁷⁾ 問題のホートリーについて、サブラマニアンが彼を流通信用論者と位置付けたことは、ハーバラーと大きく異なる点である。ハーバラーがホートリーを純粹貨幣論者と見なしたのは、ホートリーが生産期間の変化に問題の焦点を合わせなかったためであるとサブラマニアンは考えている。ハーバラーは、サブラマニアン流に言えば生産期間論を主内容とする貨幣的過剰投資論と純粹貨幣的景氣論の二学派のみを貨幣的景氣論として分類ないし把握していたのであるから、生産期間論的視角を前面に打ち出していないホートリーは純粹貨幣論者とされざるをえなかった。と言うより純粹貨幣的景氣論はホートリー理論の代名詞であったのである。これに対してサブラマニアンは、ホートリーの理論は、信用の収縮・拡大に対応して変動する利率の均衡攪乱的な役割と、そのような經濟活動の動揺が卸売商人の在庫の変動を通じて伝播されていくことを重視しているので、流通信用論者として分類されるのが適切であると述べている。⁽¹⁸⁾ サブラマニアンによるホートリーの位置づけは、ハーバラーの場合と比べて二つの点で相違している。第一はホートリーが貨幣的過剰投資論者の仲間とされていることであり、従って第二にホートリーは純粹貨幣的景氣論者ではなくなっていることである。これらの点はいずれもホートリーの理論体系の理解に関わるものであって相互に関連しているが、第二の点について、純粹貨幣的景氣論という言葉の中身が、ハーバラーとサブラマニアンとは必ずしも同じでないことが注意されるべきであろう。ハーバラーの場合にはホートリーの理論体系そのものであったが、上述したサブラマニアンによる純粹貨幣的景氣論の特徴によれば、利率の機能は意識的に排除されており、非ホートリー的な性格を備えている。従ってホートリーが純粹貨幣的論者であるか否かは、この場合多分に用語上の問題であって、必ずしもホートリー理論の理解の内容に関わるものではない。ハーバラーが貨幣的景氣論の分派として二つ（純粹貨幣説と貨幣的過剰投資論）を考えていたのに対して、サブラマニアンは新たな分派（彼の言う純

粹貨幣的景氣論)を追加して、しかもそれに旧來の名称の一つを冠したという性格が強い。これに対してホートリーを貨幣的過剩投資論者に組み入れようとする第一の点は、ホートリーの理論体系の理解の仕方に深い関連を持っていると言わなければならない。そのような点に留意しながら、以下に於いてホートリーの「流通信用論」のサブラマニアンによる理解を検討しなければならない。

A. まずサブラマニアンは、ホートリー流の景氣變動の過程を次のように把握している。利率の低下↓銀行信用の拡大↓卸売商人によって計画される在庫水準の引上げ↓卸売商人による製造業者への注文額の増加↓産出額と雇用の増加↓賃金及び利潤の増加↓財に対する消費者支出の増加↓卸売商人及び小売商人の在庫の枯渇↓彼らの製造業者に対する一層の注文増加↓製造業者による産出額と雇用量の引上げ↓ブーム(信用の不当な拡大・貿易収支の弱体化)↓金の対外流出の発生↓銀行制度による信用の収縮↓産出額と雇用を減額させる一連の累積的な過程⁽¹⁹⁾。右の過程と銀行制度との関係について、ホートリーは銀行を信用拡大の担い手と見なしていることが強調される。銀行は信用収縮によってその事業規模を抑制することを嫌うから、事業規模従って利潤を増大させるために、利率を引下げて信用拡大を図る。このようにして銀行信用の拡大が、ブームとその後の不況をもたらす。

B. ホートリーによる右の過程に関してサブラマニアンが注目するのは、古典的な貨幣数量説論者とホートリーとの差異である。古典的な数量説論者は信用と所得との増大がもたらすものは価格水準の上昇だけであって、産出高と雇用量の増大をもたらすことはないと考える。しかしホートリーによれば、そのような考え方が妥当するのは諸資源が完全に雇用されている場合だけである。たとえば生産能力に余裕がある場合には、貸付利率の低下に伴って卸売商人の注文が増大しても、その主要な結果は物価水準の上昇ではなく産出高の増大である。同様に所得の増大に伴って消費者の需要が増加した時も、先行して生じるのは産出高の増大であって価格の

上昇傾向ではない。ホトリの理論構成に即して言い換えるならば、所得の増加によって最初に生じることが現存価格での在庫品の販売額の増加である。それによって商人の財貨のストックが減少し、また生産者の能力が限界に達して在庫を急速に補充出来ない場合に価格が上昇する。在庫が蓄積され生産に余裕がある場合に価格が下落する。ホトリは資源の過少雇用の効果を右のように論じて、機械的数量説論者のように、銀行信用の拡大を物価の上昇に直結させたりはしていない。サブラマニアンがこの点を強調するのは、ホトリが流信用論者であって彼の言う純粹貨幣的景氣論者ではないことを示すためであろう。

C. 銀行信用の変化と經濟活動の変化とを結び付けるものは、卸売商人の在庫投資計画(在庫水準の決定)であった。こうして「ホトリによれば、生産の過程を決定する者は卸売商人である。⁽²⁰⁾卸売商人が經濟活動のイニシアティブをとることが出来るのは、利子率に対するその敏感な反応性の為である。何故敏感であるのかは既にハーバラー説を取り上げた前節でも見た通りであるが、サブラマニアンは次の様な論点を追加して説明している。一つは製造業者であっても完成財や原材料の大量の在庫を保有している場合であるが、製造業者は操業水準を維持したいとする願望が強いため利子率が上昇しても在庫水準を減らそうとする傾向が弱い。相対的に商人の反応性が高いわけである。しかしより重要な点は、信用拡大によってひき起こされたインフレーションの時期に、卸売商人がしばしば行う在庫商品の投機的な購入に関するものである。このような場合商人は、商品価格の上昇を期待して在庫投資を行う。商人はその期待が十分に実現する迄平常の状態よりも長い期間にわたって商品の在庫を保持しなければなくなるから、在庫投資の為に使用した銀行借入金に対して、一定水準の利子率であっても、より大額の利子を支払わねばなくなる。さらに価格の上昇によって利得しようという投機的情況の下では、利子率の水準自体が高騰することも不可避である。これらの事情(銀行借入の長期化と借入利子率の上昇)は、

投機的なインフレーションの下でも、商人の利子負担を増して、その利子率に対する感応性を維持させる可能性がある⁽²¹⁾。勿論これは一つの可能性であって、利子率と価格水準との相対的な上昇率の格差が問題であり、後者の上昇率が相対的に極めて大きい場合には、商人の利子率に対する感応性は低下することになる。しかし右のような可能性が指摘されていることが重要であって、それは生産活動の規制者としての商人の立場を補強する。

D. 次に人々の所得水準と個々人が保有する現金残高について、後者の前者に対する比率が固定されたものではないことが強調される。換言すれば人々の所得の増減は、それに比例した現金残高の変化を必ずしも伴わない。所得が増加しても、それを支出や投資に回す人が増えれば、現金残高が所得の増加に比例して増加するとは限らないし、所得が減少した時に支出の減少を図る人が増えれば、所得の減少に比例して現金残高が減少するとは言えなくなる。不況期に現金残高が減少し、好況期にそれが増加すること、そして前者の減少が後者の増加よりも急速に進行することを、ホートリーも恐らく真実であると認めている。しかし信用拡大に伴うブームの時期にはインフレ期待が高まって、商人やその他の人々がその現金残高を保持し難くなる場合も生じるであろうし、不況期に商人がその現金残高を増加させるように行動することも可能である。これらの事態が生じれば、ブーム期にはより多くの貨幣が遊休状態から活性化して貨幣の流通速度を上昇させる要因となる。それはブームを加速するであろう。不況期に商人等が支出の減少を図れば貨幣流通の全体的な不活性化を促進して貨幣の流通速度を低下させる要因となる。それは不況を加速するであろう。このようにして循環局面に順応した⁽²²⁾貨幣の流通速度の動きは、経済活動の循環的な変動を増幅する方向に働くであろう。

E. 貨幣価値安定化のための優れた機構を内蔵するとされる金本位制の下で、ホートリーの貨幣的景気循環、すなわち信用循環が発生する。しかしこの場合、金本位制それ自身によって信用循環が惹起されるのではない。

循環が生じるのは、第一節でも触れた信用の本来的不安定性、あるいは信用の本来的拡張傾向のためである。このような信用の傾向に対して、金本位制は次のように関係している。第一に、金本位制はおこりうる信用拡大に歯止めをかけ、続いて信用の収縮を強制する。第二に、金本位制は信用の拡大と収縮のペースを緩慢化する。第三に、金本位制の下では信用の拡大と収縮とが、抑制されたり反転させられる以前に、過度に進行する。このうち第一と第二の金本位制の機能は、国民經濟にとって好都合なものである。信用の過度の変動を防止し、また信用の急激な変動を防止するからである。しかし第三の点は、そのような金本位制の下でも信用の過度の変動が排除されるものではないことを指摘している。金本位制の下では、信用拡大の行過ぎについての警告が余りに遅れて与えられるからである。⁽²³⁾

過剰信用に対する警告が金本位制の下では遅れることについて、二つの理由が挙げられている。第一は新規に供給される信用のうち、その一部のみが外国からの輸入に充当される。従って輸入増加の結果として発生する対外金流出量の増加は信用拡大の量と比例するとは限らない。新たに創造された信用（新規の需要）のうち一部は国内市場に向けられ、また一部が外国からの輸入に充当され、さらに生産に従事する人々の追加所得の一部は、消費されずに銀行預金等の残高の増加となって保持される。拡大される信用量とその警告指標である対外金流出量とは、時間的のみならず論理的にも直結しないというのがホートリーの立場である。⁽²⁴⁾ 金本位制の下で信用の過剰に対する警告が遅れる第二の理由は、金本位制諸国間の国際的經濟關係に由来する。すなわちこれらの諸国が歩調を合わせて信用を拡大すれば、各国間の価格水準の格差が生じにくい。従って貿易収支の不均衡とそれを決済するための金の対外流出も起こりにくいことになる。信用の拡大とその警告指標とがここでは互いに相異なった動きを示すことができる。換言すれば金本位制諸国が歩調を合わせて信用を拡大する限り、金本位制は信用拡大

を阻止しえない。この場合、同じく金本位制とはいってもその類型の相違に注意を払う必要がある。すなわち「純粹金本位制」⁽²⁵⁾（ペーパー・カレンシー）紙券通貨が法貨としての特権を付与されていない金本位制）の下では右の議論はストレートな形では適用されない。何故なら銀行信用の拡大に伴って通貨（現金）需要も増大するが、これに対して純粹金本位制や古典的な金貨本位制の場合には国内に金貨が流出することになるからである。これによって銀行制度が保有する金準備が直ちに減少し、過剰信用に対する警告が早期に発せられることになるのである。すなわち国民経済それ自体として通貨価値を安定させる機構を内蔵している金本位制国の場合には、対外金流出と対内金流出という二つの要因に基づいて警告が発せられる。従って信用拡大の国際的協調によって対外金流出が抑制されたとしても、対内金流出に基づく警告が用意される。しかし通貨需要がペーパー・マネーの発行によって満たされる場合（すなわちペーパー・カレンシーが法貨としての資格を付与されて、金鑄貨とともに取引の決済の為に使用される場合）である。先の「純粹金本位制」a pure gold standard に対して「混合金本位制」a mixed gold standard と呼ばれている）には、金準備に対するその発行量の関係（発行規制）は必要に応じて緩和され得るから、通貨需要が増大したとしても、それは金準備の減少には必ずしも結び付かない。対内金流出が減少するからであるが、更にこのような通貨需要の増大が国際的に同調して生ずることになれば、上記のような金本位制に対するホートリーの批判が妥当性を持つことになるのである。

F. ホートリーによれば不況は一般的な営業（ビジネス）上の信認の欠如によって特徴付けられる。投資意欲が減退し、遊休残高の保有という形で貯蓄が増大する。それらによって財貨に対する総需要額が減少しよう。生産者や商人が積極的に銀行借入を利用しようとしなから銀行も信用を拡大することが困難になる。しかしこの不況からの脱出策としてホートリーが貨幣・銀行政策に大きな信頼を寄せていることは第一節で見た通りであ

る。ホートリーによればどのようなに激しい不況であっても平常の七〇〜八〇%の經濟活動は行われているものである。そして經濟活動のある所には潜在的な資金の借手が存在している。従つて銀行は低利子率による信用の拡大方針を継続すべきである。この場合の信用の拡大は、ホートリーにおいては物価の上昇という意味ではなく、所得の拡大という意味での通貨量の膨張である。⁽²⁶⁾

以上、Aにおいてホートリー景氣循環論の概要と特性、Bにおいてはホートリーの理論と古典的貨幣數量説との差異、Cにおいては銀行信用と生産過程とを結び付ける商人の役割と、それが投機の時期にも機能可能であること、Dにおいては所得水準と現金残高の動き、Eにおいては信用の本来的拡張傾向と金本位制の関連、そしてFにおいて不況への対策が論じられた。基本的には類似しているとはいへ(A、E)、前節のハーバラーとはかなり異なる諸論点が(B、E)、或いはかなり異なる視角から(C、D)、ホートリーについて論じられている。サブラマニアンは流通信用論としてのホートリーの景氣循環理論の特質を次の様に要約している。

(一) 金本位制下の警告の遅れによって引き起こされた過度の信用の拡大が景氣循環の起動因となる。

(二) 利子率が均衡水準よりも下落する。

(三) 利子率下落の均衡攪亂的な影響は、卸売商人の在庫水準の変化を通して他の經濟分野に伝えられる。

(四) 金の對外流出に続いて信用の収縮が起り、利子率が上昇し、恐慌が発生する。

(五) 不況への対策は信用の拡大である。⁽²⁷⁾

サブラマニアンの言うホートリーの「流通信用」論の内容は右の様なものであるが、現金化した銀行信用の創造という基本的性格は(一)に認めることができる。そして説明の仕方は異なるけれども、銀行信用の拡大を論理の出発点に置く考え方は、前節のハーバラーの場合と軌を一にするものと見て良いであろう。すなわちこれま

での所では、純粹貨幣的景氣論と流通信用論という二つの規定の基本的な内容は右の意味で類似している。従つて次に問われなければならないのは、ホートリーの流通信用論が貨幣的過剩投資論の一派とされている理由であろう。繰返しになるが、ハーバラーは、ホートリー説と貨幣的過剩投資論とを別個のカテゴリーとして區別していた。この点については、サブラマニアンによる次の二つの指摘が考慮されなければならない。第一の点は、右の問題に対するいわば消極的な論点である。すなわちサブラマニアンは、利子率の変動の結果としてホートリーが専ら運転資本（在庫）投資の変動に注目して、固定資本投資の変動を簡略に取扱っていることを、ホートリーの「エラー」と見なしている。長期利子率は利子率の期間別構造を通じて短期利子率と関連しているというのが、サブラマニアンの見方である。つまりたとえば短期利子率が低下した時には、短期証券から長期証券への資産選択行動の変化が生じて、長期利子率もまた低下するであろうと言うのである。それによって製造業の資本コストが減少すれば、生産能力の拡大ないし新規事業への取組みが促進される。従つて固定資本投資も運転資本投資と同様に、利子率に対して感応的であるというのがサブラマニアンの立場である。⁽²⁸⁾ホートリーが犯した「エラー」の中味は、在庫投資、従つてまた銀行からの短期資金の借入への偏った注目であつた。しかし長・短利子率の關係が右のような事情であるならば、全体としてのホートリー理論の射程は設備投資の変動にも及んでいる筈である。確かにホートリーの理論体系における在庫投資と設備投資との關係は前節におけるハーバラーもまた論じていたところであつた。もっとも二つの投資形態の間の関連の説明は、既述の通り両者においては明確に異なっているのであるが。⁽²⁹⁾いずれにしてもサブラマニアンは、それもホートリー体系の一部を成すことには違ひがない。二次的な議論の部分（設備投資の変動）に光をあてて、彼の体系が貨幣的過剩投資論の一派であることを示そうとしたのである。

右のような意味で第一の点がやや消極的な論点であると言うことができるのに対して、第二の点はより積極的な問題提起を含んでいるといえよう。サブラマニアンはそのホートリー論の末尾に次のような注記を行っている。「ホートリーはその初期の著作の中で、卸売商人の活動は銀行制度によって創造される通貨量の増加がない場合でさえ、景気循環を惹起するのに十分であろうという見解を表明していたことが留意されるべきである。⁽³⁰⁾」初期の著作の例として挙げられているのは一九一九年に刊行されたホートリーの代表的著作の一つである『通貨と信用 (Currency and Credit)』の第一版、特にその結びの章である。サブラマニアンのこの問題についての叙述は以上で尽きるのであるが、ホートリーの「流通信用」論、すなわち銀行によって創造される現金化した信用通貨を出発点とする理論体系からみれば、それとは大きく異なるホートリーの主張が取り上げられている。このホートリーのもう一つの考え方が純粹貨幣的景気論と相通じる意味での流通信用論とどのような点で異なり、貨幣的過剩投資論の一派とされることになるのかは、上記のサブラマニアンの短い注記の中にその結論的部分が示されているものの、その重要性にもかかわらずやや唐突な問題提起でもあるので、サブラマニアンが指摘する『通貨と信用』(第二版)の結章について、ホートリー自身の叙述を簡単に検討しておかねばならない。

この書物の中で、ホートリーは信用の不安定性の源泉を生産の動きに求めているようである。そしてその「生産のイニシアティヴ」は商人(商品のディーラー)とプロモーター(資本発行のディーラー)とが握っている。後者は単なる仲介業者であることもあり、彼自身が製造業者であることもあるのだが、より長期にわたって商人と同一の社会的機能(将来の需要予測と社会的資源配分の決定)を果すとされているから、以下においては前者によって代表されるものとして取り扱うことにしよう。商人が生産のイニシアティヴを握っているのは、生産するように注文を出すのが彼らだからである。注文を受けて開始される生産過程に伴って「債務 debts」の連鎖が生じる。すな

わち製造業者は、日々の生産過程に従事する彼の被雇用者の労働に対して彼が支払わねばならない債務を負い続ける。それは累増していくであろう。生産するよう注文を出した商人も、その注文とともに製造業者に対する債務（支払義務）を負うようになる。しかしホートリーによれば両者の債務には次のような違いがある。商人の債務は、彼の注文によって生産されつつある商品が完成して彼に引渡されることになる或る将来の時点において支払われればよい。これに対してその被雇用者達に対して負う製造業者の債務は、商品の生産過程に伴ってより短期に履行（支払）を求められる。被雇用者達はそれを商品に対する購買力として用いる。しかし商品の完成・引渡時点以前のこの段階では、製造業者は一方的な債務履行者であって、商人に対する債権者として商人に対して債務の履行を求めることが出来ない。銀行家が介入するのはこのような状況に対してである。銀行家は、製造業者が商人に対して持つ将来において決済される債権と交換に、その時点において直ちに支払手段として利用可能な自己の債務を供給する。製造業者への貸出であるが、さらに法貨たる貨幣が需要される場合、それを直ちに供給することも銀行家の仕事である⁽³¹⁾。

右の様に語られる銀行家の姿は、景気変動をリードする機能からはほど遠い。むしろ商人のイニシアティブによって動き出す生産過程へ対応しての動きに過ぎないとも言えるであろう。そうであるとすれば、ハーバラーが純粹貨幣的景気論として要約した理論に対して、ある意味では対極的な立場に立つホートリーの考え方が示されている。サブラマニアンが言う通り、銀行制度によって創造される通貨の増加とは無関係に景気循環が惹起される。しかし一旦生産過程が動き始めれば銀行家も対応を開始する。この点についてホートリーは更に次の様に述べている。すなわち商人の生産者への発注は、銀行制度を通ずるという意味で間接的であるが、購買力への新たな追加となる。生産される物への等価の有効需要が創造される。「生産が需要を育て、そして需要が生産を刺激す

る。」この過程に伴って、より多くの法貨が流通に吸収されていく。やがて生じる法貨の不足がこの過程の進行を阻むようになる。銀行家は商人の借入を停止させようと試み、それを受けて商人は生産者への注文を削減する。「生産は低調となり、需要を抑制する。需要は減少し、生産を抑制する。」法貨が流通から絞り出されて銀行が再び信用を拡大できるまで不況が支配的となる。⁽³²⁾

右の説明には銀行制度の積極的な役割が述べられているようであるが、基調はあくまで生産の動向であって需要の変化はそれに規定される。需要の変化が生産の動向に影響を与えるのは、副次的、派生的或いは拡大か収縮かのいずれかの方向に循環を加速させる働きにおいてである。そのような意味で「信用の不安定性」は、銀行家よりもむしろ商人やプロモーターに由来するとホートリーは考える。勿論、銀行家が全く受動的な立場に立つものでないことは先に触れた通りであるから、要求払い債務に対する現金準備比率を機械的に遵守したりすることなく、早期に信用調節策を採用する責任が認められている。しかし「生産が商人の判断、殆どその気まぐれに依存している限り」、銀行家は社会経済にとって有害な循環的変動の程度や期間を軽減することが出来るに過ぎない。⁽³³⁾

商人は既存の商品に対する需要の変化と新しい商品に対して生ずる需要の変化とを予測して、人的な生産資源の社会的配分を指図しなければならない。そのため商人は、商品に対する対価として提供される貨幣の量によってその商品の需要を予測する。しかし提供される貨幣の量は全体としての消費者支出の増減によっても変動するし、全体の消費者支出としては変化が無くとも商品間の相対的な需要の変化によっても変動する。消費者支出自体の変動を理論的に説明したり予測することは更に困難である。このような意味で、商人の仕事は「投機ビジネス」である。⁽³⁴⁾しかしホートリーは、そのような性格を持つ商人の活動は、銀行制度が関与しなければ有害なもの

ではないという。商人がその望む時に在庫を増加させることが出来るのは、銀行からの借入によってであり、また市場状態が順調な時でも商人が在庫の圧縮を迫られるのは銀行による信用制限の影響を受けるからである。銀行制度が過度の拡大と収縮に關与している。

このような銀行と商人の活動の關連を明らかにするために、ホートリーは、「銀行が存在しない社会 (a community without banks)」を想定した。一時的な貸出と、支払手段としての譲渡可能な信用の供給とをその二つの機能として果す銀行が存在しなければ、それが存在する場合に比べて、社会的な購買力の供給は弾力性を失ってしまうであろう。しかしホートリーによれば、それによって消費者支出が弾力性を失うとは必ずしも言えない。

たとえ購買力のストック自体は銀行からの供給が無くなってその絶対額を固定されても、商人 (トレーダー) 達は相互に借入・貸出を行って、彼等の購買力の残高を有益に活用しようとするであろう。商人達のこのような貸借が自由に行われるとすれば、生産過程の拡大に伴って消費者所得も増大するであろう。そして商人達の未消費余剰 (unspent margin) の減少とは逆に、消費者の未消費余剰は増加するであろう。従つてホートリーにとって、購買力を創造する力を持った銀行が存在しないということは、信用の収縮を緩和する機構が働かないということであり信用収縮の作用がより激しいものになるだけのことであつた。銀行が存在しない場合でも、景況が活発な時には流通への商人の残高からの貨幣の緩慢な流出が生じ、不況の際には流通からの還流が生じて、銀行制度の下で見られるのと同様の周期性が惹起されるであろう。⁽³⁵⁾

このようにしてホートリーによれば、信用循環が銀行の短期貸出に基づく購買力の創造によって説明されなければならぬ理由はない。銀行貸出に比べて大きな制約を持つとはいへ、商人相互間の短期貸出も同様の機能を果すであろう。更にホートリーは、銀行ないし商人による短期貸出自体が存在しなくても、循環は開始され得る

と考えている。この場合商人達は各自の購買力の残高を相互に融通して全体として効率的に利用することはできないが、市場が順調であれば、彼らは自己の遊休残高を財貨の購入に充当するであろう。それによって生産者への注文が増加し、生産が刺激されて消費者所得も増加するであろう。やがて消費者の未消費余剰も増加していくが、そのことは循環の発端となった商人達の購買力の遊休残高が減少していくことに対応していることはいうまでもない。商人達は次第に注文を出すために必要な資力を失い、生産過程の収縮が始まる。以上のようにしてホートリーは、「銀行が存在しない社会」の下での循環的変動の可能性を確認する。すなわちホートリーにとって銀行制度は、循環的変動を惹起するものではなく、変動の激烈さを緩和し、それを統制するのに役立つものである。勿論、銀行制度が存在する所では、それが変動の原因ではないにしても、循環的変動はそれを介して発生することになる。⁽³⁶⁾

銀行によって創造される通貨量の増加がなくとも、商人は景気循環を惹起することが出来る、すなわち生産のイニシアティブを握っているのは商人であるという、サブマニアンが指摘したホートリーのもう一つの見解というのは、以上の様な内容を指すものと思われる。われわれはそのようなホートリーの見解が、彼の流通信用論を貨幣的過剰投資論の一派であるとするサブマニアンの主張と深くかかわっている（先述の通り、その第一の理由として）と考えるのであるが、それは如何なる点においてであろうか。先に述べた第一の理由は、ホートリーの視野の内に貨幣的過剰投資論の中心論点である設備投資の変動も収められているということであったが、今、その内容を検討した第二の理由においては、直接に設備投資が問題とされているわけではない。ところで第一節の注(23)において触れた通り、従来、ケインズやホートリー等の考え方と、貨幣的過剰投資論を代表するハイエクの考え方との間に存在する顕著な相違が注目されてきた。すなわち前者の分析の重点が、貨幣資本の循環（G……

G'に置かれているとされるのに対して、後者の場合には「貨幣的」景気変動論という呼称にもかかわらず生産資本の循環(P...P)が重視されているというのである。⁽³⁷⁾従ってもしもハイエクの視角が貨幣資本よりも生産資本に重きを置くものであるとすれば、そしてもしも貨幣資本循環視角に立つとされるホートリーのもう一つの考え方が、上に見た通り、生産のイニシアティブをとる商人の最重要視と、相対的に低調な銀行の位置付けによって特徴付けられるとすれば、われわれがこの二つの考え方の間に一定の共通性を見出そうとすることは、必ずしも無理なこととは言えないであろう。ホートリーの純粹貨幣的景気論の構造に対して、ハイエクの立場や、ホートリーの第二の考え方は、貨幣的要因の比重が相対的に軽いという共通性を持つと見なされてよいようである。サブラマニアン自身は、ホートリーの第二の考え方を単に注記しているに過ぎないことは先に述べた通りであるが、以上の様に考えることが出来るとすれば、そのことはハイエクの生産期間論と共にホートリーの流通信用論を、サブラマニアンが貨幣的過剰投資論に一括して組み入れていることを説明する第二の論拠となるであろう。ホートリーの貨幣的景気論を流通信用論として把握しようとするサブラマニアンの立場は、それを純粹貨幣的景気論として把握しようとするハーバラーの立場とは、以上の様に異なっている。

(1) Balakrishnan Subramanian, *Evolutionary Aspects of Monetary Theories of the Business Cycle*, Columbia University, Ph. D. dissertation, 1985, University Microfilms International. この論文は、後述する通り、諸学説の大胆な整理を試みており、それだけに細部については粗削な点を残しているように思われる。それにもかかわらず本節の対象として取り上げるを得なかったのは、次のような積極的な理由があるからである。①前節で取り上げたハーバラーの書物を、従来の研究水準を示すものとして重視しており、とりわけホートリーの所説の取扱いに関してハーバラーへの批判的な見解を述べたものであること。②このハーバラーとは異なるホートリー説の把握の仕方が、次節のドイッ

チャーによる最新のホートリー研究の成果と類似性を有するものであること。

- (2) 従ってサブラマニアンは、ケインズ学派の考え方を非貨幣的理論の主潮流の一つと分類している。彼は十九世紀における景気循環の説明は貨幣的なものが主体であったが、二十世紀に入ると非貨幣的な説明の仕方が貨幣的理論と同等の重要性を持つようになったと述べているが、右のような用語法に注意する必要がある。ibid., p. 1 主要な非貨幣的理論として彼は次のものを挙げている。①シュンペーター説のような新しい投資機会の発見を強調する投資理論 ② J・M・クラーク説のような加速度原理を強調する投資理論 ③ ケインズ説のように心理的諸要因を強調する部分的過剰投資理論 ④ マルサス及びマルクス説のような過少消費理論 ⑤ W・S・ジェヴォンズ説のような農業理論 ⑥ ピグーやミッチェル説のような(同時に貨幣的諸要因をも認める)折衷的理論。ibid., pp. 1~2.

- (3) 他にサブラマニアンが主張しようとしている点は、伝統的なオーストリア学派の考え方に関わっている。彼によれば景気循環過程における貨幣の役割に関して、同学派の内部には通常想定されているような見解の一致は見られない。ミーゼスは流通信用論者(後述)であり、景気変動への対策として自由銀行制度を愛好し、一方ハイエクやマハルプは生産期間論者(同)であって、中央銀行制度を支持している。ibid., Abstract. 因にハイエクの立場が時期によって異なることは周知の通りである。

- (4) ibid., pp. 3~4.
- (5) 但しこのうち J. W. Gilbert の場合にはサブラマニアンの評価以上に、利子率の働きが重視されているように思われる。この点については拙稿「J・W・ギルバートの自由銀行論について」、『金融経済』二〇号、一九八七年、参照。
- (6) Subramanian, op. cit., pp. 4~5.
- (7) ibid., p. 5.
- (8) ibid., p. 3.
- (9) Ludwig Mises, *Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel*, Zweite Neubearbeitete Auflage, 1924, S. 264. *The Theory of Money and Credit*, by Ludwig Elder von Mises; tr. from the German by H. E. Batson, Indianapolis, Ind.; Liberty Classics, 1980, p. 293. 東米雄訳『貨幣及び流通手段の理論』日本経済評論社、一九八〇年、二七七頁。
- (10) ebenda S. 268, ibid., p. 297, 邦訳、八一頁。
- (11) この点に関してミーゼスは通貨学派の考え方を高く評価することになる。彼はそのことを次の様な脈絡の中で論じてい

る。すなわち銀行券や小切手を使用する流通信用の關係は「貨幣価値と信用の根本問題」を取扱った理論家達によって、その特色が十分に注目されてきた。しかしながらそのような認識にもかかわらず、物的信用と流通信用の明確な區別がなされることはなかった。その理由は、この問題を取扱う科学の歴史の中で、ある偶然な出来事が生じたからである。すなわち十九世紀の大部分の銀行・信用理論の研究は、通貨学派の理論と政策上の誤謬との闘いであった。その結果、銀行券とその他の銀行信用通貨との同質性が高調されることになったが、そのことは他面では、物的信用と流通信用との重大な差異を看過することになったというのである。そのことを初めて認めたことは古典学派とその後継者たる通貨学派の不滅の功績であると、ミーゼスは述べている。ebenda S. 269, *ibid.*, p. 298, 邦訳二八二頁。

- (12) ebenda S. 269 f., *ibid.*, p. 298, 邦訳二八二頁。「確実性に関しても、即時的履行についても全く疑いの余地がない貨幣価値は、客観的交換価値の点でそれが表示されている貨幣額と等しいというその理由から、取引において完全に貨幣に代わり得る……」ebenda S. 270, *ibid.*, p. 299, 邦訳二八三頁。

- (13) このような現金化が進むと、預金業務も信用業務ではなくなるとミーゼスは主張する。彼にとっての信用取引の本質は現在財と将来財の交換であった。貨幣の銀行への預託によって預金者は、銀行券ないし小切手によっていつでも支払われる貨幣価値（預金支払請求権）を獲得するが、この債権は、銀行信用通貨の現金化によって、預金者にとっての現在財となっているからである。このような現在財を、同じく現在財である貨幣と交換に授受する預金取引は、ミーゼスにとって信用取引とは言えないことになる。ebenda S. 272, *ibid.*, p. 301, 邦訳二八五頁。

- (14) 以上の前提諸条件の具体的な内容として、たとえば同一金庫の総合管理や無現金化の流通技術といった事柄が含まれていると考えられよう。ebenda S. 273, *ibid.*, p. 302, 邦訳二八六頁。

- (15) ebenda S. 275ff., *ibid.*, pp. 304ff. 邦訳二八八頁以下。

- (16) Subramanian, *op. cit.*, pp. 3 ~ 4.

- (17) *ibid.*, pp. 7 ~ 8.

- (18) *ibid.*, p. 7.

- (19) *ibid.*, p. 94.

- (20) *ibid.*, p. 95.

- (21) *ibid.*, p. 97.

- (22) *ibid.*, pp. 98 ~ 99.
- (23) *ibid.*, pp. 100 ~ 101.
- (24) これに対してサブラマニアンは、国内向け支出に充当される部分であっても国内の価格水準を引上げて輸入を促進し、輸出を抑制する。その結果対外金流出が増加すると指摘している。*ibid.*, pp. 101 ~ 102. この指摘にも一理あるが、ホートリーの考え方からすれば国内向け支出が国内の価格水準を必ず上昇させるとは言えないであろう（たとえば不完全雇用状態の場合）。新規の支出と価格上昇を短絡させるのは問題である。
- (25) *ibid.*, p. 103.
- (26) *ibid.*, pp. 103 ~ 104.
- (27) *ibid.*, p. 104.
- (28) *ibid.*, pp. 97 ~ 98.
- (29) とりわけホートリーの理論における長・短両利率の関連をサブラマニアンのように解釈することに問題が残る点については、たとえば前掲拙稿「国債管理と信用統制」、一〇二頁、参照。
- (30) Subramanian, *op. cit.*, p. 105.
- (31) R. G. Hawtrey, *Currency and Credit*, 1st ed., 1919, p. 376.
- (32) *ibid.*, pp. 376 ~ 7.
- (33) *ibid.*, p. 377.
- (34) *ibid.*, pp. 377 ~ 8.
- (35) *ibid.*, pp. 378 ~ 9.
- (36) *ibid.*, p. 379.
- (37) 勿論「貨幣的」という語句の持つ意味が不当に軽視されてはならない。すなわちハイエクの説は貨幣的過剰投資説と呼ばれる他に、代表的な「中立貨幣」論の一つと見なされているが、この中立貨幣論について次の様な注釈がなされている。「貨幣が経済の運行にたいして積極的な影響を与えないという思想をもって『中立的』という言葉の意味と解するならば、貨幣の中立性にかんする思想は、……、すでに古典学派の昔に、その起源を求めることができるであろう。しかし、現今『中立貨幣』という名称をもってよばれているものは、右のように貨幣を本来中立的なものとする見解から

出たものではない。むしろ逆に、貨幣を本来中立的でないものと考え、ただ一定の条件のもとにおいてのみ貨幣は経済の運行にたいして積極的な影響を与えないものだとし、貨幣の供給がこの条件を満足するときにはじめて中立貨幣という概念を認めんとするものである。かように中立貨幣の概念なるものは、貨幣の経済社会にたいする積極的、したがって非中立的役割を前提として主張されるものである……、龍健二「信用創造論」、信用理論研究会『講座信用理論体系』、第三部学説篇、日本評論新社、一九五六年、所収、二〇四―二〇五頁。傍点は引用者。また同著『信用創造理論の研究』、東洋経済新報社、一九五三年、一七四―一七五頁、参照。

第三節 P・ドイッチャーの見解

一九九〇年は、ホートリーの学説史的研究にとって記念すべき年となった。P・ドイッチャーが、初めて単行本の形で、ホートリーに関する包括的な研究の成果を公刊したからである。⁽¹⁾

このドイッチャーの著書においては、これまで論じて来たような問題は、どのように取り扱われているのだろうか。彼はその著書の第三章「ホートリーの経済学」において、ホートリーの学説の整理を試みている。その場合にドイッチャーは、ホートリーの経済学を年代記的に叙述するのではなく、それが一つの統一された理論として理解されることが出来ることを強調している。⁽²⁾半世紀にわたるホートリーの経済学的営為には、顕著な一貫性が見られるというのが、ドイッチャーの基本的な立場である。

ホートリーの多くの著作の相互連関を以上のように把握したドイッチャーは、続いてホートリー体系の中心的なテーマとして「所得及び支出のフローと貨幣及び財貨のストックの強調、薄くヴェイルがかけられた（『貨幣が殆どその役割を果たしていない』引用者）物々交換経済よりも貨幣経済を取扱うことへの固執、『本来的な信用の不安定

性』及び『純粹に貨幣的現象としての景氣循環』というスローガン、短期利子率への注目、經濟活動を安定させるための裁量的貨幣政策採用の提唱⁽³⁾を挙げている。そしてこれらのホートリーの著作の中心的なテーマの多くが他の論者達によって論議されてきたことを述べた上で、「ホートリーの著作を貫く中心テーマは、商人 (dealers) の占める決定的な地位である。」⁽⁴⁾と自己の判断を示している。すなわち商人の占める決定的な地位というのは、短期利子率の動きに対する商人の在庫保有の感応性と、商人による在庫調整が經濟活動水準に及ぼす作用とをその中心的内容とするものであるが、単にそれだけの内容にとどまるものではなくて、「ディーラーは情報を集め、判断し、それを伝達するという彼の能力によって經濟活動の調整者 (the co-ordinator of economic activity) なのである。」⁽⁵⁾

既述の通り、ハーバラーもサブ라마ニアンも商人の戦略的な地位を重視していたが、これらの論者に対してドイッチャーの場合には、理論体系の単なる特質の一つとして重視しているのではなく、他の主要な諸論点に対比して、この点こそが「ホートリーの著作を貫く中心テーマ」であると考えているところに特徴がある。小論の問題関心から言えば『本来的な信用の不安定性』及び『純粹に貨幣的現象としての景氣循環』というスローガン、短期利子率への注目、經濟活動を安定させるための裁量的貨幣政策採用の提唱といった前掲のホートリーの『貨幣的經濟論』的諸側面よりも、「ディーラーないし商人經濟論」としての側面がより重視されていると言えるであろう。ドイッチャーの説は、貨幣的要因を第一義のものとはしないという意味において、前述のサブ라마ニアンによって示されたホートリーの第二の考え方（生産のイニシアティブをとる商人）と、親近性を持つと見なすことが出来よう。従って、ホートリー説の理解としては、ドイッチャーの立場は、ハーバラーよりもサブ라마ニアンに近いものがあると思われる。

ドイッチャーは、ホートリーが使用した独特の経済学上の術語（消費者所得・支出、純現金資産、未消費余剰等）について簡単な説明を行った後、より立入ったホートリー経済学の説明を、「ディーラー」という表題の下で始めている。右の術語上の説明を別とすれば「ディーラー」は、順序の上でも冒頭に置かれており、分量的にも他に比べて最大の項目であるが、その理由は上記の説明から納得されよう。「ホートリーが観察したように、資本主義経済の中軸となる人物は、ディーラー（又はトレーダー）であつた。そして最も彼（ホートリー……引用者）の興味を惹いた行為は、生産でも消費でもなくて交換であつた。⁽⁶⁾」

もっともドイッチャーは、このようなディーラーの卓越した地位というものが、ホートリーの貨幣理論を理解する為にも重要なものであると述べており、ディーラーの説明にあたつて貨幣・信用の要因との関連を軽視している訳ではない。すなわち「ディーラーは変化する市場条件について最も完全な見解を持っており、これらの変化に対応するのに最も好都合な場所に位置している。彼らの決定が、最終的には全面的な調整を生み出す一連の変化を開始させる。これらの点の考察は、ホートリーの貨幣理論を理解し評価するために重要である。もしもディーラーが信用諸条件の変化に対して特別に敏感であるならば、そして、もしも彼らが経済の戦略的地位を占めており、速やかに効果的な諸指標を他の経済的行為者（agents）に伝達するとすれば、その時にはマクロ経済学に対するホートリーの接近法の持つ説得力が増大する。⁽⁷⁾」

従つてホートリー体系におけるディーラーは、ドイッチャーによつて二つの側面から説明されているように思われる。すなわち経済の戦略的位置を占めるという第一の側面と、信用条件の変化に特別に敏感であるという第二の側面である。基本となる第一の側面については、既に上に記した点もあるが、まずホートリーが分析対象としている経済は、「生産とマーケティングの垂直的統合によつて特徴づけられる経済」であることが指摘されてい

る。すなわち生産者とディーラーとの間には多様な組み合わせが可能であるが「ホートリーは典型的なパターンとして、ディーラーによって出された注文を満たすために生産する製造業者を心に描いていた。」⁽⁸⁾このような経済においては、生産者（製造業者）に対して、ディーラーの意思決定が主導的な役割を演ずる。しかしこの場合、生産者に対するディーラーの優位性は「短期」に限られる。生産者は、その資金の大きな割合を固定資本に固定させているから、それに伴う固定的な債務を支払う為に、不景気状態の下でさえほぼ完全操業を続けることを迫られている。そうした事情が生産者の短期的行動を制約する。⁽⁹⁾短期においては生産者は、工場の操業度を加減して、たとえば商品価格の変動に影響を及ぼすというような柔軟な行動を取りにくいというのである。ディーラーからの注文が増加した場合、生産能力に余裕があれば問題は生じないが、そうでなければ、生産者は商品の納入時期を遅らせるか、商品価格の引上げを考えなければならなくなる。ディーラーからの注文増加が根強いと期待されれば、固定資本設備を増強するための投資が決意されねばならない。しかしこのような長期投資の意思決定は、ディーラーではなく生産者自身が行うことが確認されている。⁽¹⁰⁾

ディーラーの役割について一方で右のような限定を付しながらも、ディーラーが「価格の設定者」という点は、ホートリーの分析を他から区別するものであるとドイッチャーは考える。すなわち商品の販売率が純粋に不規則に変動する場合、在庫が枯渇したり、逆に過度に大量の在庫が生じたりしない限りは、ディーラーはどのような状態を放置しておくことができる。しかし継続的或いは循環的な、商品に対する需要の変化が見られる場合は別である。販売量の増加によってストックが減少し、ディーラーがストックの不足を認識すれば、ディーラーは価格を引き上げるか、生産者への注文量を増加させるか、或いはその両方を行うことになる。具体的にいずれの方策をとるかは、生産能力等の生産者側の事情や、取扱商品の特性（供給の弾力性が小さく、価格面での対策が

採用されやすい農業生産物であるか、対照的な性格を持つ工業生産物であるか)等に依存することになる。このようにしてディーラーは、潜在的にか顕在的にか「価格の設定者」となる。ディーラーは、その取扱商品の価格を維持又は調整する責任を負っている⁽¹¹⁾。先にディーラーが「情報」の収集、判断、伝達によって「経済活動の調整者」であることが示されたが、その場合の情報の主要内容の一つが価格に関連した情報であることは明らかである⁽¹²⁾。

次にドイツチャーが重視するディーラーの第二の側面として、信用条件の変化に対するディーラーの敏感な反応という問題がある。このことは、小論においても既に見てきたところであるが、ドイツチャーもまた利子コストの変動が、ディーラーの商品在庫量や、銀行からの借入額に大きな影響を及ぼすというホトリの考え方を確認している。短期利子率の変化は、ディーラーの在庫保有費用の重大な変動を意味するからであるが、製造業者にとっては在庫の保管はディーラーほど重みのある仕事ではなく、従って利子率変更の効果を受けにくい。また価格が大きく変動する投機市場では、利子率の変動の効果は小さくなると考えられている⁽¹³⁾。さらにディーラーがどのような種類の商品を取扱うかによっても利子率変更の効果は異なってくる。たとえば農産物のような季節的生産物は、在庫品としての保有期間が一般に長くなり、また単位当りの価額に比べて相対的に体積が大きいので、保管費用は人額となる傾向が強い。従って銀行借入れへの依存度が高くなり、利子率の変更は大きな効果を持つことになるが、対照的な性格を持つ工業製品等の場合には、その効果はより制限されたものとなる⁽¹⁴⁾。利子率変動の効果は、ディーラーがどのような在庫管理政策を採用するかによっても左右される。すなわち大量の在庫保有を選択し、生産者に対して単位期間当り少数回ではあるが大量・大額の商品を発注する場合がある。これに対して、少量の在庫保有を選択し、単位期間当り多くの回数にわたって少量・少額の注文品を発注する場合がある。前者の場合には一度に大額の運転資本が必要とされるから、銀行借入に伴う利子負担が

増え、利子率の変動によって大きな影響を受けやすくなる。後者の場合には頻繁に商品を発注・移動させる為に別種のコストが増大するであろうが、前者の場合のようなまとまった大額の銀行借入は行われないであろうから、利子コストの変動の影響は小さいであろう。⁽¹⁵⁾

このようにして短期利子率の変動がディーラーに及ぼす影響は決して一様ではないが、短期利子率の変動は經濟活動の全体に次の様な累積的效果を及ぼす。たとえば金利上昇の場合には金利上昇↓ディーラーの在庫削減↓生産者への発注額削減↓産出額減少↓雇用と消費者所得の水準低下↓生産者の原料・中間生産物の在庫削減↓生産者による運転資本の減額↓消費者所得・支出の減少↓購買額減少↓ディーラーの在庫水準の過剰化↓生産者への発注減↓雇用と物価水準の下落↓消費者所得の減少↓……。先行する諸節でも既に触れられた「デフレーションの悪循環」である。この場合、出発点となる短期利子率は、ホートリーによれば「貨幣当局によって支配されている（或いは支配されうる）」⁽¹⁶⁾すなわち公定歩合政策であるが、ドイッチャーはホートリーの公定歩合政策論が「心理的」影響力ないし効果に依拠することを重視した。将来の市場状況を左右する当局の意図について、トレーダー（ディーラー）達がどのように予想するかが重要であった。⁽¹⁷⁾

ところで公定歩合政策の有効性は、企業の銀行借入への依存に基づいている。しかし企業は株式の発行によって自己資本の形で資金を調達することも出来る。企業が銀行借入に依存し、従ってまた金利の変動を通じて銀行が企業活動に影響を及ぼすことが出来るのは何故であろうか。ドイッチャーはホートリーの次の様な叙述を挙げている。「幾つかの会社は銀行ローンへの従属から全く自由であることを選好する。たとえこのことが、これらの会社が遊休（貨幣）残高を蓄積した時、かなりの利子の犠牲を伴うとしてもである。……通常の慣行は、運転資本が決してそれ以下には下落しないような最低額（の部分）を恒久的な資本化（株式形式）によって調達し、この最低

額を超えて変動する部分を銀行ローンによって供給するというものである。⁽¹⁸⁾すなわちドイツチャーによれば、「結局ホートリーは、銀行に依存するという不利益を相殺する伸縮性 (flexibility) という利点を、銀行からの借入が提供するものであると考えた。⁽¹⁹⁾」

資金の必要額が変動するのに対応して、きめ細かな対応が可能な伸縮性に富む銀行ローンへの依存が正当化されているが、企業が銀行借入を利用する理由は、そればかりではない。「企業はその運転資本の必要額を、最小のコストで、銀行貸出によって融資されることが出来る」のであった。⁽²⁰⁾何故なら「流動的な財貨ストックによって保証された短期ローン」は、銀行にとって理想的な資産だからであり、そのようなローンは相対的に有利な条件で銀行によって提供される傾向がある。代表的にはいわゆる真正手形の割引を指すものと思われる。

このようにして公定歩合政策の基礎となる銀行ローンの利用には根強いものがあるが、一方でホートリーもまた、銀行への依存を回避するために、トレーダー達がその運転資本の必要額を内部的に金融する傾向が強くなりつつあることを認めていた。いわゆる自己金融の現象であり、ホートリーはこれによって短期利率操作の効果が弱まったことを理解していたが、なお彼はそれが最も有効な政策手段であり続けるであろうと見なしていた。⁽²¹⁾

ドイツチャーは、ホートリー体系の中心に位置する「ディーラー」を右の様に説明している。「R・G・ホートリーの貨幣的経済論」の解明という小論の問題関心から言えば、ディーラーは、貨幣的要因の影響から相対的に独立した「経済活動の調整者」であり、正に「資本主義経済の中軸となる人物」である点が重要であった。⁽²²⁾このディーラーは、信用条件の変化に特別に敏感であることをその特徴としていた。従って銀行ないし貨幣当局の意向がディーラーに対して強く働くが、信用条件の変化は、経済活動の中軸的地位を占めており「価格の設定者」でもあるディーラーを介してのみ、経済全体に影響を及ぼすことが出来る。このディーラーは利率率の変化に敏

感であるとしても、利率の変更はディーラーの行動を制約する要因の一つであるに過ぎず、従って一定の利率の変化が、必ずしもいつでもディーラーの一定の反応をひき起こすとは限らない。たとえば、ドイッチャーが重視しているように、「安価な貨幣」政策が採用されていた一九三〇年代初期の不況を、ホートリーは次の様に説明している。すなわち、一旦、商品在庫がディーラーにとって最も都合な水準に達したならば、ディーラーはたとえ利率が人為的に引下げられたとしても、更に在庫を増加させて生産を刺激しようとはしないであろう（いわゆる「信用のデッドロック」⁽²³⁾）。

ホートリーの経済学を、信用条件の変化を出発点として理解するよりも、ディーラーの占める基軸的立場を基礎として理解しようとするのが、P・ドイッチャーの考え方であるように思われる。「生産者達に注文を出すことによって生産機構 (the machinery of production) を作動させ、また付随的に (incidentally) 信用機構 (the machinery of credit) を動き出させることは、卸売商人の仕事となる。⁽²⁴⁾」卸売商人による発注を契機として始まる生産機構の動きに対して信用機構が「付随的に」動くというホートリー自身の言葉であるが、もちろんこの付随的な信用機構の動きが、逆に生産機構に影響を与えることが可能であった。しかし利率などの信用条件の変化は、絶対的な規制力を持って直接に生産活動を調整するのではない。信用条件の変化は直接には卸売商人に働きかけるのであって、卸売商人が、主要な経済指標の一つである信用条件の変化を受けとめ、それに関する自らの判断を基礎として、生産活動に影響を及ぼしていくのである。信用条件が変化しても、経済活動の調整者としての商人の立場には、基本的な変化は生じていないと考えられる。⁽²⁵⁾

(1) Patrick Deutscher, Foreword by D. E. Moggridge, R. G. Hawtrey and the Development of Macroeconomics,

Macmillan, 1990.

- (2) *ibid.*, p. 21.
- (3) *ibid.*
- (4) *ibid.*
- (5) *ibid.*, 傍点は引用者。
- (6) *ibid.*, p. 24. トイチチャーは、ディーラーとトレーダーを同義に解しているようであるが、これらの人々と、売手と買手とを単に結び付けるに過ぎないブローカーとを区別している。ディーラーは自ら財貨の売買を行い、商品在庫を保有する。*ibid.*, p. 25.
- (7) *ibid.*, pp. 24 ~ 25. 傍点は原著者。
- (8) *ibid.*, p. 28. もちろん製造業者が、直接、小売業者に生産物を供給する場合がありうるが、この場合の製造業者は、信用条件の変化に対して、ディーラーほどではないが、単なる製造業者よりは感応的であると考えられている。R. G. Hawtrey, *The Art of Central Banking*, 1st ed., 1932, New Impression, 1970, p. 157.

(9) P. Deutscher, *op. cit.*, p. 24.

(10) *ibid.*, p. 28.

(11) *ibid.*, p. 27.

(12) 換言すれば、「このような情報は、新古典派理論の骨格となる価格シグナルを超えるものである。」*ibid.*, p. 21.

(13) 前述の通りサブマニアンは、投機的な状況の下でも利子コストの変更が有効に機能する条件を論じていた。第二節参照。

(14) *ibid.*, p. 29.

(15) *ibid.*, p. 28.

(16) *ibid.*, p. 30.

(17) *ibid.*, p. 31.

(18) R. G. Hawtrey, *Capital and Employment*, Longmans, Green & Co., 1937, p. 59.

(19) P. Deutscher, *op. cit.*, p. 32.

(20) *ibid.*, p. 32.

(21) ドイツチャーはその理由を次の三つにまとめている。(一)より広汎な種類の利子率の操作によって補助されること、(二)銀行借出に頼らずに從來から保有していた銀行預金を引き出して運転資本にあてたとしても、銀行預金の利子を失うことになり、その損失は新たな銀行借入に伴う利子負担と大差ない。従って必ずしも銀行借入が利用されなくなるとは言えない。(三)一般に短期の資本を供給する銀行貸出の融資条件は、他の資金源からの長期資金の調達よりも、借手にとって有利である。また将来の短期性資金の必要額を正確に知ることは不可能であるので、それを長期性の資金の形で調達することは難しく、銀行借入の必要性は存続するであろう。*ibid.*, p. 32.

(22) このディーラーという言葉についてドイツチャーは次の様に説明している場合がある。「ディーラーは、ホートリーの經濟学の至る所に存在している。すなわちディーラーは、財貨の小売及び卸売ディーリングから、外国為替市場、及び投資市場から信用市場までの經濟のあらゆる部門の基本的諸機能を遂行している。」*ibid.*, p. 21. そして銀行家を「債務のディーラー (dealers in debt)」とも呼んでいる場合がある。*ibid.*, p. 32. このような説明によれば、銀行家と、流通業に携わるいわゆる商人との共通性が強調されるが、ドイツチャーはホートリーの經濟学を具体的に説明するに当たっては、隣接する別個の節の表題として「ディーラー」と「銀行の役割」とを掲げている。前者の「ディーラー」の下で説明されている内容は實質的に流通業の商人に関することである。従ってこの節に掲げたやや広義とも思われるディーラー概念をドイツチャーが使用している場合があることは事実であるが、その中心的内容は、とりわけ卸売商人であり、通説的な理解と大差はないと思われる。因に、「經濟活動の調整者」としてのディーラーは広義の意味で、「資本主義經濟の中軸となる人物」としては通常の商人としての意味で、叙述されているようである。

(23) *ibid.*, p. 30.

(24) R. G. Hawtrey, *Currency and Credit*, 1st ed., 1919, p. 8.

(25) ホートリー体系におけるディーラーの基軸的役割を重視するドイツチャーの立場から從來の貨幣的景氣論的解釈(ドイツチャーもホートリー經濟学の説明の末尾においてホートリーの貨幣的景氣論的側面を要約している)を整合的に理解しようとするれば、本文の如くに考えざるをえない。そうであるとしても、景氣變動が貨幣的要因によって生じるか或いは実物的要因によって生じるかに応じて、一定の相違があることも認識されている。すなわち金融上の要因とは無関係な実物的變動要因は、特定の商品ないし商品群の需給の變動という形をとるが、このような実物的要因は、經濟全体

の活動に対してあくまで制限された（部分的な）影響を及ぼすに過ぎないのである。P. Deutscher, op. cit., p. 58. 但し、このような実物的要因が信用状態にも影響を及ぼして、本来的な信用の不安定性を惹起するならば、経済全体を巻き込んだインフレーションないしデフレーションの悪循環を生み出すことが可能である。ibid., p. 65.

結びに代えて

ハーバラー、サブラマニアン、ドイッチャーの各論者が、ホートリーの経済理論をどのような視角から理解しようとしているかを検討した。ハーバラーは狭義のいわゆる貨幣的景気変動論の立場からであった。サブラマニアンもそれに類似していたが、しかし彼の場合にはホートリーの描く経済像が、常に銀行主導型のそれではなく、同時に商人主導型の側面が存在していることに気付いていた。もっともサブラマニアンの場合には、商人経済論的視角が見られるのはホートリーの初期の著作であるとされていた。ホートリーにおける視角の相違は、ホートリー経済学のいわば発展段階の相違に帰せられているようにも思われる。しかしドイッチャーは、ホートリー経済学がその発展過程において重要な質的差異を示しているとは見なさなかった。ホートリーの著作全体に一貫した主張が流れていると考え、初期の著作とその後の著作とを区別しなかった。ホートリーの諸著作を一つの統一された理論であると理解した上で、ホートリー経済学の基軸となる位置を占めるのは商人（ディーラー、トレーダー、マーチャント）であるという判断を示した。そのような理解を基礎にして貨幣的景気変動論をもホートリー体系の中に位置づけようとしたのである。

既に記した通り、我が国にはホートリーの経済学を、貨幣資本循環の視角から把握しようとする有力な見解が存在してきた。一方で比較的最近の研究書において登場するホートリーの名前は、どちらかといえば中間業者

(ディーラー)の保有する在庫の分析に関連して重視されている場合が多いようである。⁽¹⁾

ハーバラー、サブラマニアン、ドイッチャーの著作には、それぞれ一九三七年(初版)、一九八五年、一九九〇年の日付が記されている。ホートリーに関する重要な研究文献が、小稿で取り上げた論者以外によっても残されているので一概には言えないが、小稿の範囲に限定すれば、貨幣的景気変動論的視角から、商人経済論的視角に重点を移したものと、ホートリー経済学の研究は変容してきたと見なすことが出来るであろうか。少なくとも小稿の検討によって、従来行われてきたホートリー経済学の貨幣資本循環視角からの把握に対して大きな問題が提起されていることが明らかにされた筈である。

小稿の検討から二つの問題が提起されよう。第一に、右のような研究動向は、果してホートリー経済学の核心に迫るという意味での研究の「深化」を示すものであるのか。第二に、ドイッチャーが語るように、二〇冊余の著書と七〇以上の学術論文から成るホートリーの経済学全体は一つの統一された理論としての一貫性を示しているのか、又はサブラマニアンが示しているように時期が異なるにつれて性格の違った主張がなされているのかどうか。互に関連するこれらの問題を手がかりに、ホートリーの著作の分析がさらに進められなければならない。

(一) 宇沢弘文『経済動学の理論』東京大学出版会、一九八六年、八頁以下。小谷清『不均衡理論』東京大学出版会、一九八七年、七九頁以下。但しこれらの場合、小稿において検討したようなホートリー経済学自身の特質が余辺に存するかという問題への解答が意識されているのではなく(ケインズ理論との対比はなされているが)、従来の流通過程に関するマクロ経済学の分析の不十分な点を補うという目的意識から、ホートリーの名前が登場しているに過ぎないようである。従って「中間業者と彼等の保有する在庫の重要性を強調した経済学者として忘れてならないのはホートレイ(ホートリー……引用者)である。」と評価されながらも、「ホートレイが中間業者とその保有在庫を重視したのは、金融政策がどのようなルートで効果を持つかという問題に関連してであった。」と叙述されることになる。小谷清、前掲書、七九

一八〇頁。ドイッチャーが強調した通り、ディーラーには信用条件の変化（金融政策）に特に敏感であるという側面と、経済活動の中軸的位置を占めて、価格の設定者であり、経済活動の調整者であるという側面とがある。これらの二側面は必ずしも常に整合的であるとは限らない（信用のデッドロック）。右の引用文によれば、ホートリーにおける商人の在庫分析は、金融政策＝貨幣的景気変動論の側面と関連づけられているが、サブラマニアンやドイッチャーが提起した商人経済論の側面は、直接には意識されていないようである。